



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH69

Examensarbete i redovisning på kandidatnivå

HT25

Värdering utan marknad: Hur investmentbolag kommunicerar värdering av onoterade portföljbolag

En kvalitativ analys av extern redovisningskommunikation

Författare:

Antonio Sorrone
Erzana Dauti
Mohamad Hassan Hariri

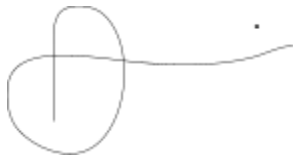
Handledare:

Mattias Haraldsson

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Mattias Haraldsson och medbedömare Zahida Sarwary för ert engagemang och er vägledning. Ni har varit en stor stöttning under arbetets gång genom berikande diskussioner, hjälpt oss att hålla arbetet i rätt riktning och därmed bidragit till att göra denna process både lärorik och givande.

Lund, 12 januari 2026

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized 'S' followed by a horizontal line and a small dot.

Antonio Sorrone

A handwritten signature in black ink, featuring a cursive 'M' followed by 'H' and 'H'.

Mohamad Hassan Hariri

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized 'E' followed by a 'D'.

Erzana Dauti

Samanfattning

Examensarbetets titel: Värdering utan marknad: Hur investmentbolag kommunicerar värdering av onoterade portföljbolag

Seminariedatum: 14 januari 2026

Ämne/kurs: FEKH69, Examensarbete på kandidatnivå i företagsekonomi (redovisning), 15 högskolepoäng

Författare: Antonio Sorrone, Erzana Dauti, Mohamad Hassan Hariri

Handledare: Mattias Haraldsson

Fem nyckelord: Investmentbolag, Onoterade innehav, Årsredovisning, Värderingskommunikation, Verkligt värde

Forskningsfråga: Hur kommunicerar svenska investmentbolag värderingen av sina onoterade innehav?

Syfte: Syftet med studien är att undersöka hur svenska investmentbolag kommunicerar värderingen av sina onoterade innehav i sina årsredovisningar.

Metod: Studien genomförs som en kvalitativ innehållsanalys av årsredovisningar för räkenskapsåret 2024 från fem svenska investmentbolag med hög andel onoterade innehav (EQT, Röko, Storskogen, Ratos och Kinnevik). Analysen baseras på ett teoretiskt förankrat kodningsschema som används för att systematiskt identifiera språkliga och narrativa mönster i hur värderingar beskrivs och motiveras.

Teoretiska perspektiv: Studien utgår från teorier om impression management och legitimitet, med fokus på hur företag genom språklig och narrativ kommunikation kan påverka hur värderingar uppfattas av externa intressenter.

Resultat: Resultaten visar att investmentbolagens årsredovisningar inte enbart förmedlar teknisk värderingsinformation utan även använder språkliga och narrativa strategier för att hantera osäkerhet kring onoterade värden. Värderingar presenteras ofta på sätt som betonar stabilitet, långsiktighet och professionell kontroll, samtidigt som osäkerheter och negativa värdeförändringar i varierande grad tonas ned eller kontextualiseras.

Slutsats: Studien visar att svenska investmentbolag kommunicerar värderingen av sina onoterade innehav genom att kombinera etablerade värderingsmetoder med språkliga och narrativa strategier som syftar till att skapa förtroende och legitimitet kring värden som saknar marknadspriser.

Abstract

Title: Valuation without a Market: How Investment Companies Communicate the Valuation of Unlisted Portfolio Companies

Seminar date: 14 January 2026

Course: FEKH69, Bachelor's Degree Project in Business Administration (Accounting), 15 Credits

Authors: Antonio Sorrone, Erzana Dauti, Mohamad Hassan Hariri

Advisor/s: Mattias Haraldsson

Key words: Investment companies, Unlisted holdings, Annual report, Valuation communication, Fair value

Research question: How do Swedish investment companies communicate the valuation of their unlisted holdings?

Purpose: The purpose of this study is to examine how Swedish investment companies communicate the valuation of their unlisted holdings in their annual reports.

Methodology: The study applies a qualitative content analysis of annual reports for the financial year 2024 from five Swedish investment companies with a high proportion of unlisted holdings (EQT, Röko, Storskogen, Ratos and Kinnevik). The analysis is based on a theoretically grounded coding scheme used to systematically identify linguistic and narrative patterns in how valuations are described and justified.

Theoretical perspectives: The study draws on theories of impression management and legitimacy, focusing on how companies, through linguistic and narrative communication, influence how valuations are perceived by external stakeholders.

Result: The results show that the annual reports do not merely convey technical valuation information, but also employ linguistic and narrative strategies to manage uncertainty surrounding unlisted values. Valuations are often presented in ways that emphasize stability, long-term perspectives and professional control, while uncertainty and negative value changes are, to varying degrees, downplayed or contextualized.

Conclusions: The study shows that Swedish investment companies communicate the valuation of their unlisted holdings by combining established valuation methods with linguistic and narrative strategies aimed at building trust and legitimacy in the absence of market prices.

Begreppslista

Exit price

Det pris som skulle erhållas om en tillgång såldes på värderingsdagen i en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer. Begreppet skiljer sig från historiskt anskaffningsvärde och från företagets egna förväntningar om framtida försäljningspris.

Finansieringsrunda

En kapitalanskaffning i ett onoterat bolag där nya investerare går in till en viss värdering. Denna värdering används ofta som referenspunkt vid efterföljande värderingar, trots att den kan vara påverkad av förhandlingsstyrka, villkor och marknadsläge.

Icke-observerbara indata

Värderingsunderlag som inte kan verifieras på en marknad, såsom interna prognoser, tillväxtantaganden och riskbedömningar, vilka används när marknadspriser saknas.

Känslighetsanalys

En analys som visar hur ett beräknat värde förändras om centrala antaganden, exempelvis tillväxt eller diskonteringsränta, justeras, och därmed hur osäkert värdet är.

Substansrabatt

När ett investmentbolags börsvärde är lägre än det redovisade värdet på dess tillgångar, vilket ofta tolkas som marknadens osäkerhet eller misstro mot bolagets värderingar.

Värderingsmultiplar

Relativa värderingsmått, exempelvis EV/EBITDA eller P/E, som används för att uppskatta ett företags värde genom jämförelse med liknande bolag eller transaktioner. I onoterade bolag är valet av jämförelseobjekt och multipel starkt tolkningsberoende.

Innehållsförteckning

1. Inledning	7
1.1 Introduktion	7
1.2 Problematisering	8
1.3 Syfte	10
1.3.1 Forskningsfråga	10
1.4 Avgränsningar	10
1.5 Disposition	12
2. Institutionalialia	13
2.1 IFRS 13 - Värdering till verkligt värde	13
2.1.1 Regelverkets roll i värderingen av onoterade portföljbolag	15
2.2 Årsredovisningen som reglerat dokument och kommunikationskanal	16
3. Litteraturöversikt	18
3.1 Tidigare forskning	18
3.1.1 Värdering IFRS 13	18
3.1.2 Finansiell kommunikation	20
3.2 Teoretisk referensram	22
3.2.1 Impression management	22
3.2.2 Legitimitetsteori	24
3.2.3 Tillämpning	26
4. Metod	28
4.1 Forskningsdesign	28
4.2 Urval	29
4.3 Litteratursökning	30
4.4 Kodningsschema	31
4.4.1 Ton och retorik	33
4.4.2 Tematisk selektion	33
4.4.3 Läsbarhet	34
4.4.4 Visuellt och strukturell manipulation	34
4.4.5 Jämförelser	35
4.4.6 Attribution	35

4.4.7 Pragmatisk legitimitet	36
4.4.8 Moralisk legitimitet	36
4.5 Reliabilitet och validitet	37
4.5.1 Reliabilitet	37
4.5.2 Validitet	38
4.6 AI och GDPR	38
5. Resultat- och analys	39
5.1 Översikt över resultaten	40
5.2 Ton och retorik	41
5.3 Tematisk selektion	42
5.4 Läsbarhet	43
5.5 Visuellt och strukturell manipulation	44
5.6 Jämförelser	47
5.7 Attribution	48
5.8 Pragmatisk legitimitet	49
5.9 Moralisk legitimitet	50
6. Diskussion	52
6.1 Transparens och legitimitet i värderingskommunikationen	52
6.2 Impression management i en reglerad redovisningskontext	53
6.3 Pragmatisk och moralisk legitimitet i praktiken	56
6.4 Metodkritik	58
7. Slutsats	60
8. Förslag på vidare studier	62
9. Referenslista	63
10. Bilagor	70
Bilaga 1. Översikt av genomförda databassökningar.	70
Bilaga 2. Samtliga kodade textutdrag från årsredovisningar.	71
Bilaga 2 (forts.). Samtliga kodade textutdrag från årsredovisningar.	72
Bilaga 2 (forts.). Samtliga kodade textutdrag från årsredovisningar.	73
Bilaga 2 (forts.). Samtliga kodade textutdrag från årsredovisningar.	74

1. Inledning

1.1 Introduktion

Under de senaste åren har det svenska investmentbolaget Kinnevik AB blivit ett uppmärksammat exempel på de utmaningar som följer när stora delar av en portfölj består av onoterade innehav. I delårsrapporten för tredje kvartalet 2024 redovisade bolaget ett substansvärde om cirka 37,4 miljarder kronor, motsvarande 132 kronor per aktie (Kinnevik, 2024a). När aktien handlas under detta värde talas det om en substansrabatt, och Kinnevik-aktien har under perioder handlats med betydande rabatt mot substansvärdet. Flera analytiker har under hösten 2024 rapporterat en substansrabatt på omkring 30–34 procent, vilket speglar ett tydligt avstånd mellan bolagets egna värderingar och marknadens förtroende (AInvest, 2025; Kinnevik, 2024b; Swedbank, 2024).

Denna skepsis har förstärkts av omfattande nedskrivningar i flera av bolagets större onoterade innehav. Under 2024 tvingades Kinnevik skriva ned värdet på sin investering i vårdplattformen VillageMD till noll kronor, vilket i bolagets egen kommunikation lyftes som en av de viktigaste orsakerna till att substansvärdet föll under året (Kinnevik, 2024a; Kinnevik, 2024c; Kinnevik, 2024d; Kinnevik, 2024e; Dagens industri, 2024). Även investeringarna i matleverans- och dagligvaruaktören Mathem AB har lett till omfattande värdeförluster. Utvecklingen har i flera branschkommentarer beskrivits som en “stor besvikelse”, då innehavet i praktiken skrivits ned till mycket låga nivåer (Affärsvärlden, 2024; Dagens industri, 2025; Svenska Dagbladet, 2024).

Detta sker samtidigt som Kinnevik beskrivs ha en mycket stark nettokassa, omkring 8–9 miljarder kronor, vilket gör kontrasten mellan den finansiella ställningen och den stora substansrabatten mycket tydlig. Flera bedömare har tolkat kombinationen av stor kassa, betydande nedskrivningar av onoterade innehav och fortsatt hög rabatt som ett uttryck för en förtroendeproblematik mellan marknaden och bolagets värderingar (Omni, 2025a; Omni, 2025b; Kinnevik, 2025).

Kinnevik är långt ifrån det enda investmentbolag som äger en stor andel onoterade tillgångar, men fallet illustrerar ett bredare fenomen på den svenska finansmarknaden. Investmentbolag

spelar en central roll som ägare och kapitalallokerare, och många av dem kombinerar noterade innehav med stora portföljer av onoterade bolag. För dessa onoterade innehav saknas löpande marknadspriser, vilket gör värderingen av dessa tillgångar mindre tillförlitlig och mer beroende av investmentbolagens egna bedömningar (IFRS Foundation, 2011).

Värdering av onoterade innehav regleras därför av långtgående upplysningskrav i enlighet med IFRS 13. Enligt IFRS 13 ska verkligt värde inte enbart redovisas utan även förklaras genom upplysningar om de metoder och antaganden som har använts, vilket ställer höga krav på transparens i värderingsprocessen (IFRS Foundation, 2011). Detta gör värderingen till en kommunikativ utmaning, där investmentbolag behöver motivera och legitimera sina bedömningar för att upprätthålla investerares förtroende.

Kapitalmarknaden fyller en viktig funktion genom att effektivt allokera kapital mellan investerare med placeringsbehov och företag med kapitalbehov (Gavelin & Sjöberg, 2012). Sveriges aktieförmögenhet har dessutom ökat kraftigt under de senaste åren, där finansiella bolag, såsom investmentbolag, utgör en betydande ägarsektor (SCB, 2025). I detta sammanhang spelar den externa redovisningskommunikationen en central roll, eftersom kvaliteten på den finansiella informationen påverkar investerares beslutsunderlag och därmed förutsättningarna för en effektiv kapitalallokering (Merkel-Davies & Brennan, 2007).

Mot denna bakgrund framstår kommunikationen av värderingen av onoterade portföljbolag i svenska investmentbolag som ett särskilt intressant område, där kraven på transparens och behovet av legitimitet sammanfaller på ett tydligt sätt. Genom att undersöka redovisningskommunikationen kan en djupare förståelse erhållas för hur värderingarna kommuniceras och utvecklas.

1.2 Problematisering

Forskning om värdering av onoterade innehav präglas av den osäkerhet som följer av att dessa tillgångar saknar en aktiv marknad. Detta problematiserar både värderingarnas tillförlitlighet och deras jämförbarhet (Mathieu, 2024; Milbradt, 2012; Paleo & Maino, 2013; Power, 2010).

Osäkerheten bottnar i de subjektiva antaganden och bedömningar som görs av företagsledningen, vilket i sin tur kan ge upphov till skepsis och minska värderingarnas användbarhet för investerare (Claessen, 2021; Hitz, 2007; Milbradt, 2012; Paleo & Maino, 2013).

Eftersom värderingar präglas av betydande osäkerhet blir kommunikationen kring dessa särskilt betydelsefull. Forskning om extern finansiell rapportering, i synnerhet årsredovisningar, visar att bolag använder olika strategier för att forma hur redovisningsinformation framställs, så kallat *impression management* (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Bland dessa strategier ingår att årsredovisningens läsbarhet fördunklas vid negativa finansiella utfall (Courtis, 2004; Li, 2008). En annan strategi är att dåliga resultat attribueras till externa faktorer medan positiva resultat tillskrivs interna faktorer (Aerts, 2005; Staw et al. 1983; Sandell & Svensson, 2014). Användning av impression management kan innebära en risk för att kvaliteten i den finansiella rapporteringen försämras och i förlängningen leda till felaktig kapitalallokering (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Även om den externa kommunikationen, såsom årsredovisningen, är både nödvändig och användbar kan den alltså vara strategiskt utformad. Trots att värdering av onoterade innehav präglas av betydande osäkerhet saknas det dock forskning som specifikt analyserar hur dessa värderingar kommuniceras i finansiella rapporter.

Eftersom värderingen av onoterade portföljbolag är både central och svår att verifiera externt hamnar investmentbolag i en situation där deras kommunikation om onoterade innehav får stor betydelse. De ställs därmed inför en dubbel utmaning i sin kommunikation. Å ena sidan finns ett tydligt krav på transparens, där företagen förväntas redogöra öppet för de antaganden, modeller och osäkerheter som ligger till grund för värderingen. Å andra sidan behöver kommunikationen samtidigt utformas på ett sätt som skapar förtroende och signalerar kontroll och kompetens i de bedömningar som görs.

Genom att undersöka hur investmentbolag kommunicerar värderingen av sina onoterade innehav bidrar denna studie till en fördjupad förståelse av finansiell rapportering inom ett område där osäkerhet är särskilt framträdande.

1.3 Syfte

Syftet med studien är att undersöka hur svenska investmentbolag kommunicerar värderingen av sina onoterade innehav i sina årsredovisningar.

1.3.1 Forskningsfråga

Hur kommunicerar svenska investmentbolag värderingen av sina onoterade innehav?

1.4 Avgränsningar

Denna studie avgränsas för att möjliggöra en fördjupad analys som är förenlig med studiens syfte. För det första avgränsas undersökningen till svenska noterade investmentbolag. Den geografiska avgränsningen motiveras av att dessa bolag verkar inom samma institutionella och regulatoriska kontext, vilket bidrar till ökad jämförbarhet i hur värderingen av onoterade innehav regleras och kommuniceras. Investmentbolag i andra länder omfattas därmed inte, då skillnader i regelverk, redovisningspraxis och kapitalmarknadsstruktur riskerar att påverka såväl värderingsprocesser som språkliga uttryck.

Studien baseras uteslutande på årsredovisningar för räkenskapsåret 2024. Valet av ett specifikt räkenskapsår syftar till att säkerställa tidsmässig jämförbarhet mellan bolagen. Årsredovisningen har valts eftersom den utgör ett centralt, reglerat och offentligt dokument där företag enligt gällande regelverk förväntas redogöra för både värderingsmetoder och bakomliggande antaganden. Andra former av extern kommunikation, såsom delårsrapporter, pressmeddelanden eller investerarpresentationer, inkluderas inte, då dessa ofta är mindre omfattande, mindre standardiserade och har andra kommunikativa syften.

Analysen avgränsas vidare till språkliga och narrativa beskrivningar av värderingen av onoterade innehav, med särskilt fokus på värderingar som omfattas av IFRS 13. Studien syftar inte till att bedöma den tekniska korrektheten eller rimligheten i de redovisade värderingarna, utan till att analysera hur dessa värderingar formuleras och motiveras i den externa

redovisningskommunikationen. Därmed genomförs ingen kvantitativ analys av värderingsmodeller, indata eller finansiella utfall.

Slutligen avgränsas studien till ett upprättarperspektiv, där fokus ligger på hur företagen själva kommunicerar sina värderingar. Studien inkluderar inte investerares, analytikers eller andra intressenters tolkningar av informationen och undersöker inte heller interna beslutsprocesser kopplade till värderingsarbetet. Den teoretiska ramen begränsas till impression management och legitimitetsteori, med fokus på pragmatisk och moralisk legitimitet, medan andra teoretiska perspektiv lämnas utanför för att säkerställa ett tydligt och konsekvent analytiskt fokus.

1.5 Disposition

Inledning

I detta kapitel presenteras studiens bakgrund, problemområde, syfte, forskningsfråga samt de avgränsningar som görs.

Institutionalia

Här beskrivs den redovisningsmässiga och regulatoriska kontext som styr värdering av onoterade innehav.

Litteraturöversikt

I detta kapitel sammanfattas relevant tidigare forskning och den teoretiska referensram som studien bygger på.

Metod

Här redogörs för studiens forskningsdesign, urval, datamaterial och analysmetod.

Resultat- och analys

I detta kapitel presenteras och analyseras det empiriska materialet med stöd i den teoretiska ramen.

Diskussion

Här diskuteras resultaten i relation till studiens syfte och tidigare forskning.

Slutsats

I detta kapitel sammanfattas studiens huvudsakliga resultat och dess bidrag.

Förslag på vidare studier

Avslutningsvis ges förslag på framtida forskning inom området.

2. Institutionalialia

2.1 IFRS 13 - Värdering till verkligt värde

IFRS 13 Fair Value Measurement är det internationella redovisningsregelverk som definierar begreppet *verkligt värde* och anger hur värdering till verkligt värde ska utföras samt vilka upplysningskrav som ställs (IFRS Foundation, 2011). Enligt IFRS 13 definieras verkligt värde som *“det pris som skulle erhållas vid försäljning av en tillgång eller betalas för att överföra en skuld i en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer på värderingsdagen”*, alltså ett exit price på en fri marknad (IFRS Foundation, 2011). Värderingen utgår från ett marknadsperspektiv, som innebär att företaget ska använda de antaganden som marknadsaktörer skulle använda vid prissättning under rådande förhållanden, utan att ta hänsyn till egna intentioner. Med andra ord exkluderas företagsspecifika faktorer, istället betonas att värderingen ska spegla hur en oberoende part på marknaden skulle värdera innehavet (IFRS Foundation, 2011). IFRS 13 föreskriver också att företaget ska maximera användningen av observerbara indata (till exempel marknadspriser) och minimera användningen av icke-observerbara indata vid värdering (Grant Thornton, 2021).

Olika värderingstekniker är tillåtna så länge de är rimliga och konsekventa med definitionen av verkligt värde. IFRS 13 beskriver tre huvudsakliga ansatser, marknadsansats, avkastningsansats och kostnadsansats, vilket i praktiken innebär att man kan använda marknadsbaserade jämförelsepriser, nuvärdesberäkningar av framtida kassaflöden eller återanskaffningsvärden beroende på vad som är lämpligt. Det viktiga är att metoden och indata som används reflekterar aktuella marknadsförhållanden för den specifika tillgången eller skulden (IFRS Foundation, 2011).

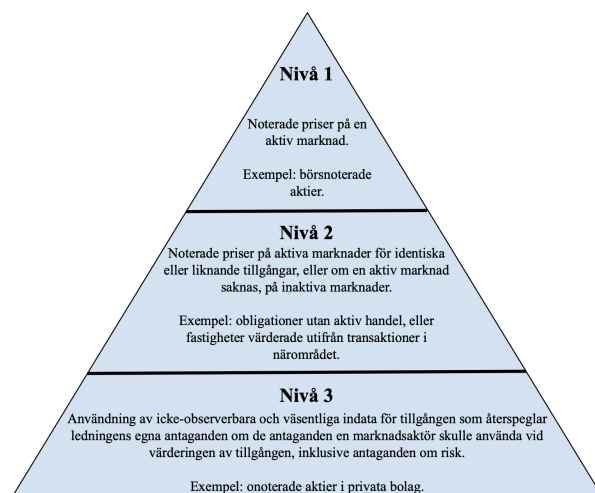
För att öka jämförbarhet och transparens introducerar IFRS 13 en hierarki för verkligt värde med tre nivåer (IFRS Foundation, 2011). Hierarkin rangordnar värderingsindikatorer efter tillförlitlighet, där *Nivå 1* är mest tillförlitlig och *Nivå 3* minst. Grundregeln är att man ska

använda indata från högsta möjliga nivå och bara gå nedåt i hierarkin om nödvändigt (Glimberg & Mattelius, 2023) Nivåindelningen kan sammanfattas enligt följande:

Nivå 1: *Noterade priser på en aktiv marknad för identiska tillgångar eller skulder.* Dessa ojusterade marknadspriser, till exempel aktiekurser på en börs, utgör direkt verkligt värde när de finns tillgängliga (Glimberg & Mattelius, 2023).

Nivå 2: *Övriga observerbara indata för tillgången eller skulden.* Hit räknas marknadsinformation som inte uppfyller nivå 1-kriteriet, exempelvis priser från mindre aktiva marknader eller för liknande (men inte identiska) objekt. Värderingar på nivå 2 baseras fortfarande i hög grad på observerbara data, men kräver ofta justeringar eller uppskattningar för att spegla skillnader mellan jämförelseobjekt och den aktuella tillgången/skulden (Glimberg & Mattelius, 2023)

Nivå 3: *Icke-observerbara indata.* Detta är aktuellt när ingen tillräcklig marknadsdata finns, värderingen bygger då på företagets egna antaganden och bedömningar. IFRS 13 ställer dock upp ramar, de interna antagandena ska motsvara de som marknadsaktörer hade använt i motsvarande situation (Glimberg & Mattelius, 2023). Nivå 3-värderingar innebär betydande osäkerhet och godtyckliga bedömningar, till exempel interna prognoser över kassaflöden eller diskonteringsräntor, när en aktiv marknad saknas.



Figur 1. Klassificering av värderingsnivåer i IFRS 13.

2.1.1 Regelverkets roll i värderingen av onoterade portföljbolag

IFRS 13 kräver att företag identifierar vilken hierarki-nivå som används för varje verkligt värde i balansräkningen och i noterna tydligt motiverar detta (IFRS Foundation, 2011). Särskilt fokus ligger på nivå 3, eftersom denna nivå innebär störst osäkerhet. Regelverket ställer långtgående upplysningskrav för att öka insynen i nivå 3-värderingar (Glimberg & Mattelius, 2023). Företag måste i sin årsredovisning beskriva vilka värderingstekniker och antaganden som använts för varje nivå 3-innehav, samt i möjlig mån kvantitativt uppge viktiga indata, till exempel diskonteringsränta och värderingsmultiplar (IFRS Foundation, 2011). Dessutom ska effekten av dessa värderingar på resultatet redovisas, och förändringar under perioden, till exempel orealiserade värdeförändringar, ska specificeras i en avstämning från periodens början till slut (IFRS Foundation, 2011).

IFRS 13 kräver även en narrativ känslighetsanalys för nivå 3-mätningar, företaget ska kvalitativt beskriva hur känsligt det uppskattade värdet är för ändringar i centrala antaganden, om rimliga ändringar skulle leda till ett väsentligt annorlunda värde (IFRS Foundation, 2011). Syftet med dessa omfattande upplysningar är att ge läsarna av rapporten underlag att själva bedöma trovärdigheten och rimligheten i värderingen (Glimberg & Mattelius, 2023).

Sammanfattningsvis etablerar IFRS 13 ett tydligt ramverk som ska säkerställa att även svårvärderade onoterade tillgångar (nivå 3) värderas konsekvent och transparent. För investmentbolag med onoterade portföljbolag är dessa regler centrala eftersom de styr hur innehavens värde ska beräknas och hur företaget måste redogöra för värderingsprocessen och osäkerheten i sina årsredovisningar. Genom IFRS 13 får investerare och andra intressenter därmed mer insyn i hur investmentbolag sätter ett värde på innehav som saknar ett aktivt marknadspris och hur förändringar i dessa värden påverkar företagets resultat (IFRS Foundation, 2011; Glimberg & Mattelius, 2023).

2.2 Årsredovisningen som reglerat dokument och kommunikationskanal

Årsredovisningen är ett juridiskt reglerat och offentligt dokument som utgör kärnan i företags externa finansiella rapportering. I Sverige styrs utformningen främst av Årsredovisningslagen (ÅRL) och kompletterande normgivning från exempelvis Bokföringsnämnden och, för noterade företag, EU:s IFRS-regelverk. Årsredovisningen ska enligt ÅRL upprättas på ett överskådligt sätt och ge en rättvisande bild av företagets finansiella ställning och resultat (ÅRL 2 kap. 3 §). Kravet på rättvisande bild innebär att årsredovisningen ska innehålla både obligatoriska finansiella rapporter och tilläggsupplysningar som tillsammans gör det möjligt för en extern läsare att få en helhetsförståelse av verksamhetens ekonomiska situation (FAR, 2023).

På en grundläggande nivå fungerar årsredovisningen som ett ansvarsdokument där ledningen berättar för ägare och andra intressenter hur verksamheten gått under året. Till skillnad från löpande pressmeddelanden eller delårsrapporter omfattas årsredovisningen av tydliga formkrav, revisionsplikt och offentliggörande, vilket skapar en särskild legitimitet kring dess innehåll. Den är därmed både en formell del av bolagets styrningsstruktur och en central informationskälla för kapitalmarknaden (Power, 1999).

Trots att årsredovisningen är ett reglerat dokument innehåller den betydande delar av icke-reglerad, narrativ information, särskilt i förvaltningsberättelsen och andra frivilliga avsnitt. Denna typ av text kallas ibland för *narrative disclosures* och har i forskningen uppmärksammats som ett viktigt komplement till de kvantitativa rapporterna, eftersom den ger företagen möjlighet att beskriva, förklara och kontextualisera det gångna årets utveckling. Den narrativa delen är inte en neutral beskrivning av “vad som hänt”, utan formas av företagsledningens val av språk, tematik och betoningar (Beattie, 2014).

Forskning inom redovisningskommunikation visar att denna typ av texter spelar en central roll i hur intressenter tolkar företagets siffror. Merkl-Davies och Brennan (2007, 2013) beskriver årsredovisningen som en kombination mellan information och kommunikation, där företagsledningen både informerar och samtidigt tolkar verkligheten åt läsaren. Språket kan därigenom påverka hur osäkerhet, prestation och risk uppfattas. Beattie, McInnes och Fearnley

(2004) lyfter vidare att årsredovisningar fungerar som komplexa kommunikationsdokument där både visuella, strukturella och retoriska element bidrar till att forma läsarens förståelse.

Årsredovisningen fyller också en viktig institutionell funktion. Den är inte bara ett resultat av lagkrav, utan fungerar även som en normativ del i det finansiella systemet där företag förväntas uppträda på ett visst sätt inför sina intressenter (Meyer & Rowan, 1977). Genom att följa etablerade rapporteringsnormer, referera till god redovisningssed och redogöra för processer och bedömningar på ett professionellt sätt kan företag uppnå olika former av legitimitet, som pragmatisk och moralisk legitimitet.

I kontexten av investmentbolag och värdering av onoterade innehav spelar årsredovisningen en särskilt central roll. Eftersom IFRS 13 kräver omfattande upplysningar om värderingsmetoder, antaganden och osäkerheter, blir årsredovisningens narrativa avsnitt den primära plats där företag förklarar och motiverar värderingar som inte kan verifieras mot marknadsdata. Det är också här företagsledningen har störst möjlighet att påverka hur investerare tolkar värderingsprocessens trovärdighet, risknivå och substansvärdets robusthet.

3. Litteraturöversikt

3.1 Tidigare forskning

3.1.1 Värdering IFRS 13

Som förklarat i föregående avsnitt om institutionalia är värdering av onoterade innehav till verkligt värde reglerad i enlighet med IFRS 13. Eftersom dessa tillgångar saknar en aktiv marknad baseras värderingen på nivå 3, vilket gör värderingen i hög grad beroende av subjektiva uppskattningar.

Utvecklingen av verkligt värde har haft flera olika drivkrafter, varav en är att normgivare önskar skapa en enhetlig global redovisningsprincip (Power, 2010). Detta har bidragit till att tillförlitlighet har omdefinierats till hur väl värdena speglar marknadens framtidsbedömningar, vilket gör verkligt värde relevant men också sårbart eftersom det bygger på antaganden för tillgångar utan en aktiv marknad. Power (2010) belyser även den institutionella ramen som verkligt värde verkar i, där det inte är den rent tekniska värderingen som är överlägsen utan att det finns en sociologisk konsensus om vad som är accepterat som tillförlitligt.

Paleo och Maino (2013) identifierar två huvudproblem vid värdering som de menar minskar tillförlitligheten, nämligen att marknadsdata saknas och att värderingen inte speglar försäljningsvärdet. De menar att värderingar innebär stor osäkerhet då det finns för stort utrymme för tolkning och därför är i behov av tydliga förklaringar. Milbradt (2012) studerade särskilt nivå 3 problematik och menar att den öppnar upp för resultatstyrning, informationsfördröjning och potentiellt manipulativa incitament, och betonar därför att tydliga upplysningar kring nivå 3 värderingar är nödvändiga.

Användarperspektivet är särskilt relevant då värderingen ska syfta till att ge investerare nyttig information. Användbarheten och tillförlitligheten minskar ju större osäkerhet och antaganden de baseras på (Hitz, 2007). Användbarheten påverkas av transparens kring antaganden och kräver

goda disclosures, det vill säga förklarande information bakom siffrorna, för att fungera i praktiken. Det räcker alltså inte att bara ange vad en tillgång är värderad till, utan man måste också redogöra för hur man kom fram till siffran (Hitz, 2007).

Claessen (2021) intervjuade 12 analytiker i fastighetsbranschen som ser nivå 3 verkligt värde som irrelevant eftersom det baseras på företagsledningens bedömningar. Analytikerna litade mer på sina egna värderingsmetoder, som främst utgörs av diskonterade kassaflöden, och använde verkligt värde mer som ett bekräftande värde av sina egna värderingar. I de fall där det avviker för mycket undersöks det vidare. Således används bakåtblickande finansiella rapporter enligt denna studie som en bekräftelse eller informationskälla för framtida kassaflöden.

Landsman (2007) menar däremot att värderingarna är relevanta för investerare men kan innehålla felaktigheter och är beroende av vem som gör uppskattningen. Problematiken, menar han, gäller särskilt nivå 3 bedömningar, då dessa tillgångar och skulder inte kan värderas på en marknad och det råder informationsasymmetri, vilket ger företagsledningen incitament att övervärdera för att på så sätt öka bonusar och strategiskt tidsanpassa nedskrivningar.

Just informationsasymmetrin är mycket framträdande vid nivå 3 värderingar, där ledningen anses ha privat information. Därför är manipulation av nivå 3 värderingar en betydande oro och anses vara den minst tillförlitliga rapporteringsnivån (Mahieux, 2024). Även jämförbarhet, som anses viktig inom finansiell rapportering för investerare som ska kunna jämföra information och fatta korrekta investeringsbeslut, försämrats vid nivå 3 värderingar på grund av den stora osäkerheten och risken för opportunistisk från ledningen (Black et al. 2022).

Sundgren et al. (2018) undersökte fastighetsbranschens övergång från IAS 40 till IFRS 13 och fann att trots komplexiteten i IFRS 13 gav det mer omfattande upplysningar än föregående reglering. De refererar till Verrecchia (2001), som menar att större och mer omfattande upplysningar minskar informationsasymmetrin. De påpekar även att IFRS 13 ger mindre utrymme för subjektivitet än det tidigare regelverket, men att subjektiviteten inte är helt eliminerad, exempelvis eftersom ledningen själv kan bedöma vad som anses vara väsentlig påverkan i värderingens känslighetsanalys. Samtidigt ifrågasätter även de nyttan för användare,

då de inte fann någon korrelation mellan de mer omfattande upplysningarna enligt IFRS 13 och faktorer för användbarhet, såsom analytikertäckning och marknadslikviditet (Sundgren et al. 2018).

Sammantaget är informationsasymmetrin särskilt framträdande i forskning om nivå 3 värderingar och leder till ökad oro och minskad tillförlitlighet i värderingarna. Även om tidigare forskning betonar vikten av förklarande upplysningar bakom värderingarna för tillförlitlighet (Hitz, 2007; Paleo & Maino, 2013; Sundgren et al. 2018) har forskning inom detta område inte undersökt upplysningarna ur ett diskursivt angreppssätt där själva kommunikationen analyseras.

3.1.2 Finansiell kommunikation

Forskning inom det narrativa perspektivet på finansiell kommunikation är bred och betydelsen av forskningsområdet förklaras bäst av Merkl-Davies och Brennan (2007, s. 1). De menar att användning av impression management undergräver kvaliteten på finansiella rapporter och leder till adverse capital misallocation. Med andra ord menar de att kapital kan investeras fel genom att läsare av finansiella rapporter blir vilseledda av det berättande narrativet i stället för att ta till sig den faktiska finansiella informationen.

De klassificerar även tidigare forskning i två olika fält, dels forskning som antar att frivilliga upplysningar är opportunistiska och utgör impression management och dels forskning som antar att upplysningarna faktiskt är användbara och bidrar till bättre investerarb beslut (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Impression management antas ha använts när frivilliga upplysningar inte stämmer överens med de finansiella siffrorna (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Även om den inkrementella sidan argumenterar för att läsare kan identifiera och se igenom manipulation (Hand, 1990, refererad i Merkl-Davies & Brennan, 2007, s. 5) anser vi att den stora mängden forskning inom impression management, som vidare presenteras i detta avsnitt, talar för att fenomenet har betydelse.

Forskning inom impression management är, på grund av sin starka anknytning till agentteorin, till stor del inriktad på användning av impression management som en respons vid krissituationer

eller kopplat till olika negativa finansiella utfall (Merkel-Davies & Brennan, 2007). Den absolut största gruppen som identifierats av Brennan et al. (2009) har undersökt syntaktisk manipulation, där språket på något sätt har manipulerats för att fördunkla läsbarheten genom att studera relationen mellan läsbarhet och företagens finansiella utfall.

Att fördunkla läsbarhet förklaras av Courtis (2004) genom att läsaren blir förvirrad av informationen. I hans undersökning av 60 bolag i Hongkong var 30 procent av den finansiella rapporteringen fördunklad. Han ger tre olika förklaringar till detta, antingen att upprättaren gjort detta medvetet för att vilseleda läsaren, medvetet för att minska oro hos investerare, eller att flera olika personer har skrivit den finansiella rapporten.

Clatworthy och Jones (2006) undersökning av VD uttalanden fann att när det går dåligt för företag får VD-uttalandet en extra positiv ton. Attributioner är också vanligt förekommande, där dåliga resultat tillskrivs yttre faktorer och positiva resultat tillskrivs inre faktorer (Aerts, 2005; Staw et al. 1983; Sandell & Svensson, 2014). Företag framhäver även positiva aspekter och låter dem ta större plats i sin kommunikation än eventuella negativa aspekter (Clatworthy & Jones, 2003). Detta är i linje med Sandell och Svensson (2014), som undersökte nio svenska börsbolag som inte nådde upp till finansiella förväntningar och fann att företag i sin kommunikation försöker flytta fokus från det negativa resultatet till positiva framtidsmöjligheter.

En syntes av de mest förekommande impression management metoderna har gjorts av Brennan et al. (2009), som har granskat tidigare forskning och sammanfört samtliga identifierade metoder till ett schema avsett att användas vid analys.

En kritik mot impression management forskning är att en stor del av den har genomförts genom kvantitativa innehållsanalyser där text har reducerats till kvantitativt mätbar data, vilket innebär att djupare innebörd och mening i texten kan gå förlorad (Merkel-Davies & Brennan, 2007).

Exempel på studier som tillämpat kvalitativ innehållsanalys är Craig och Amernic (2004). De genomförde en detaljerad analys av varje rad, så kallad mikro diskurs, i sin undersökning av Enrons aktieägarbrev och årsredovisning eftersom de ansåg att detta kunde ge djupare insikter.

Andra kvalitativa innehållsanalyser har genomförts av Davison (2002) och Crowther et al. (2006) genom att analysera motsatspar, såsom dåtid och framtid, i årsredovisningar för att påvisa ett berättelseskapande. Sammantaget visar dessa studier att kvalitativa analyser kan ge en fördjupad förståelse för hur språk och retorik används i årsredovisningar. Samtidigt begränsar den kvalitativa innehållsanalysens detaljrikedom studiernas omfång, eftersom endast en eller ett fåtal årsredovisningar kan undersökas.

Årsredovisningen är den mest studerade finansiella rapporten (Merkel-Davies & Brennan, 2007) och utgör därför ett omfattande forskningsområde inom finansiell kommunikation. Årsredovisningens läsbarhet har undersökts, och det har visats att det finns ett samband mellan läsbarhet och företagens prestation, där företag som presterar bättre har mer läsbara årsredovisningar (Li, 2008). Årsredovisningen är inte enbart en objektiv redovisning av det gångna året utan fungerar också som en berättelse där företag signalerar sina framtidsambitioner för att bygga förtroende och legitimitet (Sandell et al. 2020).

Tidigare studier om impression management och årsredovisningar syftar till att öka läsarens förståelse för hur företag kommunicerar sina finansiella resultat, men en viktig aspekt av impression management forskning är att den är fokuserad på upprättarens sida (Brennan et al. 2009; Merkel-Davies & Brennan, 2007). Detta innebär att även om vissa impression management metoder kan identifieras säger det inget om huruvida metoderna faktiskt har påverkat läsaren, om inte detta har undersökts.

3.2 Teoretisk referensram

3.2.1 Impression management

En definition av impression management är: “a field of study within social psychology studying how individuals present themselves to others to be perceived favourably by others.” (Hooghiemstra, 2000, s. 60, refererad i Merkel-Davies & Brennan, 2007, s. 3).

En annan definition är: “the process by which individuals attempt to control the impressions of others” (Leary & Kowalski, 1990, s. 34, refererad i Brennan et al. 2009, s. 790).

Ovanstående definitioners innebörd är att det finns bakomliggande intentioner där upprättaren medvetet försöker kontrollera det intryck som förmedlas.

Den teoretiska grunden som forskning inom impression management domineras av är agentteorin och innebär att forskningen antar att de som upprättar finansiell rapportering drivs av egenintressen och utnyttjar den informationsasymmetri som finns (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Detta är grunden till det som benämns ”obfuscating-hypothesis” och utgår från att en ledning inte är neutral i sin kommunikation (Courtis, 1995, refererad i Brennan et al. 2009, s. 790; Courtis, 1998, refererad i Merkl-Davies & Brennan, s. 7).

Brennan et al. (2009, s. 794–797) har sammanfattat tidigare forskning och identifierat sju olika metoder som används för impression management, och dessa är: “Syntactic manipulation”, “Rhetorical manipulation”, “Attribution”, “Thematic manipulation”, “Selectivity”, “Visual/presentation effects” och “Performance comparisons”.

Nedan följer en beskrivning av varje metod.

Den *syntaktiska manipulationen* avser manipulation av läsbarheten och handlar om hur lätt en text kan förstås, ofta mätt genom språkliga faktorer som meningslängd och antal stavelser. Syftet är att uppskatta svårighetsgraden i läsbarheten för läsaren (Brennan et al. 2009, s. 795).

Den *retoriska manipulationen* innebär att försöka påverka genom metaforer eller liknande med syfte att dölja negativa resultat (Brennan et al. 2009, s. 795).

Genom *attributioner* tillskrivs positiva resultat interna faktorer och negativa resultat externa faktorer som ledningen inte kunnat påverka (Brennan et al. 2009, s. 796).

Tematisk manipulation sker genom användning av positiva och negativa ord och teman för att styra läsarens intryck (Brennan et al. 2009, s. 796).

Selektivitet innebär att ge mer utrymme åt positiva delar och exempelvis jämföra dem med svagare benchmark för att framställa företaget i bästa möjliga ljus (Brennan et al. 2009, s. 796).

Med *visuell presentation* kan företag med hjälp av visuella tekniker, såsom rubriker, punktlistor eller färg, göra utvalda delar mer framträdande. Även upprepning av information eller förstärkning med starka ord utgör visuell presentation (Brennan et al. 2009, s. 797).

Genom *performance comparisons* kan företag få sina egna siffror att framstå som bättre genom att medvetet jämföra dem med sämre jämförelsepunkter (Brennan et al. 2009, s. 797).

Brennan et al. (2009) sammanställning är ett resultat av kritik från Beattie et al. (2004) mot impression management forskning, som menar att forskningen vanligtvis är endimensionerad och fokuserar på en specifik metod i taget och därför inte fångar helheten i företagens narrativa upplysningar, vilka kan vara mer komplexa. Genom att sammanställa samtliga metoder och dessutom genomföra en egen undersökning av fyra av dem, där de fann att samtliga var förekommande, visar Brennan et al. (2009) att flera olika tekniker för impression management kan användas parallellt.

3.2.2 Legitimitetsteori

Berkin et al. (2025, s. 1952) menar att det finns en stark koppling mellan impression management och legitimitetsstrategier, där man i båda fallen ägnar sig åt ”perception management”. I deras undersökning av CFO brev fann de att företag i känsliga branscher kommunicerar mer formellt och analytiskt för att skydda sin legitimitet och undvika kritik.

Företag använder även sina årsredovisningar för att både förklara sin verksamhet och samtidigt försöka stärka sin legitimitet inför omvärlden (Ogden & Clarke, 2005; Deegan, 2002). Denna koppling mellan impression management och institutionell teori görs även av Elsbach (1994), som studerade hur verbala accounts, redogörelser, används vid en kris. Han fann att legitimitet

skyddas bäst genom erkännande av misstag i kombination med hänvisning till institutionaliserade egenskaper och kopplar därmed samman förståelsen av redogörelser med både impression management och institutionella teorier.

Suchmans (1995) syntes av litteratur inom legitimitet utgör grunden för det som kallas legitimitetsteori och beskriver tre olika former av legitimitet samt redogör för olika legitimitetsstrategier. Enligt honom finns tre typer av legitimitet, pragmatisk legitimitet, moralisk legitimitet och kognitiv legitimitet.

Legitimitet är en social konstruktion som är beroende av en kollektiv publik. Att besitta legitimitet innebär att den kollektiva publiken accepterar organisationens övergripande beteendemönster (Suchman, 1995, s. 574). Han menar även att legitimitet är generaliserad och beroende av en historik av händelser, vilket innebär att en enskild händelse inte kan göra att en organisation går från att vara legitim till att bli icke legitim.

Den pragmatiska legitimiteten baseras på förutsedda egenintressen hos de närmaste intressenterna och ses därför som en form av utbyteslegitimitet, där legitimitet skapas genom att intressenternas egenintresse tillgodoses (Suchman, 1995, s. 578). Den moraliska legitimiteten, till skillnad från den pragmatiska med egenintresse och utbyte i fokus, skapas genom att vädja till det som socialt konstruerat uppfattas som ”det rätta att göra”, med samhällets välbefinnande i fokus (Suchman, 1995, s. 579). Han påpekar dock att den inte är helt fri från egenintressen, eftersom publikens egenintresse ofta påverkar det som samhället i sin tur uppfattar som ”rätt”. Organisationer kan därmed framhäva sig själva som moraliskt handlande samtidigt som de har underliggande egenintressen (Suchman, 1995, s. 579). Den kognitiva legitimiteten baseras på kognitiv igenkänning och tar sig uttryck i två former, den så kallade ”tar för givet” och begriplighet (Suchman, 1995, s. 582).

Sammanfattningsvis kan skillnaden mellan de tre formerna förklaras av att den pragmatiska och moraliska legitimiteten bygger på diskursiv interaktion, medan den kognitiva inte gör det (Suchman, 1995, s. 585). Detta innebär att organisationer kan vinna pragmatisk eller moralisk legitimitet genom att delta i diskursiva dialoger, men ju mer man rör sig från den pragmatiska till

den moraliska och vidare till den kognitiva, desto svårare är legitimiteten att uppnå, samtidigt som den blir starkare (Suchman, 1995, s. 585).

Att upplysningar fungerar som legitimeringsverktyg har även påvisats av Cho och Patten (2007), som fann att företag med svagare miljöprestationer tenderar att lämna mer omfattande miljöupplysningar för att försöka upprätthålla legitimitet gentemot intressenter.

Olika legitimitetsstrategier tillämpas i den externa kommunikationen som organisationer har med sina intressenter, men de ser olika ut beroende på vilken form av legitimitet som eftersträvas (Suchman, 1995). Vidare menar Deegan (2002) att det är genom information i årsredovisningar och andra offentliga dokument som företag kan påverka sin legitimitet. Han understryker dock att företagsledare har en subjektiv uppfattning om sin legitimitet, vilket i sin tur styr om och vilka legitimitetsstrategier de väljer att tillämpa. Att upprätthålla legitimitet anses vara lättare än att erhålla eller reparera legitimitet, och olika strategier krävs därför beroende på om organisationen redan har etablerad legitimitet eller inte (Suchman, 1995).

3.2.3 Tillämpning

Investmentbolagens upplysningar om värdering av sina onoterade innehav i enlighet med IFRS 13 nivå 3 utgör inte i sig en kris eller nödvändigtvis ett negativt finansiellt utfall som kräver en respons i form av impression management, såsom tidigare forskning i huvudsak har fokuserat på (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Däremot anser vi att denna typ av värdering, som präglas av osäkra bedömningar på grund av subjektiva uppskattningar (Landsman, 2007; Mahieux, 2024; Milbradt, 2012), inte kan betraktas som neutrala upplysningar fria från påverkan från företagsledningen, givet den informationsasymmetri som råder mellan företagsledning och läsare. Detta kan därför ge upphov till kommunikationsmetoder där företagen inte enbart upplyser om verkligt värde i enlighet med IFRS 13, utan även försöker legitimera och försvara sina värderingar. Vi ansluter oss därför till forskning inom impression management med agentteorin som utgångspunkt för att undersöka detta och besvara vår frågeställning om hur investmentbolag kommunicerar sina onoterade innehav.

För att kunna identifiera användningen av impression management utgår vi från de sju metoder som Brennan et al. (2009) har identifierat i tidigare forskning. Att använda metoder som redan har fastställts i tidigare forskning innebär att denna studie vilar på en välgrundad teoretisk bas. De sju metoderna erbjuder en vägledande ram för att identifiera olika tillvägagångssätt vid upplysning av värderingsmetoder, och genom att inte begränsa oss till en enskild metod kan vi fånga en mer heltäckande bild i vår undersökning.

Tillförlitligheten i värderingar är en central fråga inom forskningen om IFRS 13 nivå 3 (Hitz, 2007; Landsman, 2007), vilket gör legitimitetsteorin relevant för denna studie, eftersom företagsledningarna genom sina upplysningar kan kommunicera värderingar på ett sätt som syftar till att uppfattas som legitima. Med stöd i tidigare forskning som förespråkar en kombination av impression management och institutionell teori (Berkin et al. 2025; Elsbach, 1994; Ogden & Clarke, 2005) kan vi tillföra ytterligare en dimension av förståelse genom att även tillämpa legitimitetsteori. Detta görs genom att fokusera på pragmatisk och moralisk legitimitet, vilka är de två former som kan påverkas genom extern kommunikation (Suchman, 1995).

Genom att kombinera dessa teorier blir det möjligt att undersöka hur investmentbolag inte bara använder impression management för att styra intressenters intryck, utan också hur de kan vinna eller stärka legitimitet i samband med upplysningar om värderingen av sina onoterade innehav. Därigenom bidrar denna studie till forskningsområdet om finansiell rapportering och dess förståelse.

4. Metod

4.1 Forskningsdesign

För att uppnå syftet med studien, där vi undersöker hur investmentbolag språkligt kommunicerar värderingen av onoterade innehav i årsredovisningen, har vi valt ett kvalitativt angreppssätt. En kvalitativ metod är mest lämpad eftersom studiens fokus ligger på att analysera och tolka textuella formuleringar snarare än att mäta kvantitativa samband (Bryman & Bell, 2017). Valet av metod motiveras även av den kritik som riktats mot impression management forskning, där en stor del av tidigare studier har baserats på kvantitativa innehållsanalyser, vilket riskerar att förlora innebörd och kontext (Merkl-Davies & Brennan, 2007).

Studien genomförs med hjälp av en kvalitativ innehållsanalys. Detta angreppssätt möjliggör en systematisk analys av hur värderingsinformation uttrycks i årsredovisningar med stöd av ett förutbestämt kodningsschema (Bryman & Bell, 2017). Även Funck och Karlsson (2021) betonar att ett kodningsschema skapar tydliga riktlinjer och minskar risken för slumpmässiga eller godtyckliga tolkningar. Eftersom studiens syfte inte är att brett identifiera kommunikationsstrategier utan att analysera specifika mönster i hur värderingar formuleras är en teoretiskt grundad innehållsanalys den mest lämpliga metoden.

Eftersom värderingsprocessen för onoterade innehav regleras i IFRS 13 och företag är skyldiga att redogöra för sina modeller, antaganden och osäkerheter (IFRS Foundation, 2011) är årsredovisningen det material som är mest förenligt med studiens syfte. Årsredovisningen är ett reglerat externt finansiellt dokument (FAR, 2023) men fungerar även som en central kommunikationskanal mellan företag och intressenter och innehåller ofta mer språkliga resonemang än vad som krävs enligt lag (Beattie, 2014; Power, 1999), vilket gör den särskilt relevant för att studera kommunikativa strategier.

Då studien inte syftar till att undersöka förändringar över tid avgränsas materialet till årsredovisningar för räkenskapsåret 2024. Denna avgränsning gör materialet hanterbart och

säkerställer jämförbarhet mellan bolagen. Vid analysen har hela årsredovisningen för respektive bolag genomgått i sin helhet. Detta inkluderar såväl obligatoriska som frivilliga narrativa avsnitt, såsom VD ord, förvaltningsberättelse, beskrivningar av portföljbolag och investeringar samt finansiella noter kopplade till värdering av verkligt värde. Fokus i analysen har legat på de textavsnitt där värderingen av onoterade innehav explicit eller implicit behandlas, medan övriga delar endast har beaktats i den mån de haft relevans för studiens syfte.

Studien avser inte att bedöma riktigheten i företagens värderingar eller de tekniska antaganden som ligger bakom dem. I enlighet med syftet analyseras i stället språket som används för att beskriva och motivera värderingarna. Detta innebär att fokus ligger på det kommunikativa plan som är centralt för hur företag skapar tydlighet, trovärdighet och legitimitet i redovisningen av onoterade innehav.

4.2 Urval

För att kunna besvara forskningsfrågorna har ett målstyrt urval gjorts i form av ett sekventiellt kriterieurval. Detta innebär att urvalet inte är slumpmässigt utan baseras på i förväg definierade kriterier som är direkt kopplade till studiens syfte (Bryman & Bell, 2017). I denna studie utgörs kriterierna av att bolagen ska vara svenska investmentbolag och ha en betydande andel onoterade innehav, eftersom just dessa företag i större utsträckning behöver motivera sina värderingar och därmed tillhandahåller de narrativa beskrivningar som studien syftar till att analysera.

Bolag	Marknadsvärde ¹	Andel onoterat ²	Utesluten/Inkluderad	Kommentar
Investor (INVE)	984 036 MSEK	27,0%	Utesluten	Låg andel onoterade innehav.
EQT	403 880 MSEK	100,0%	Inkluderad	Hela portföljen består av onoterade innehav.
Industrivärden (INDU)	171 269 MSEK	0,0%	Utesluten	Saknar onoterade innehav.
Latour (LATO)	144 412 MSEK	61,1%	Utesluten	Tvådelad portfölj; industriportföljen omfattar >200 onoterade bolag och är därför metodologiskt svår att analysera.
Lundberg (LUND)	124 496 MSEK	22,0%	Utesluten	Låg andel onoterade innehav.
Röko (ROKO)	25 782 MSEK	100,0%	Inkluderad	Hela portföljen består av onoterade innehav.
Kinnevik (KINV)	24 765 MSEK	95,0%	Inkluderad	Mycket hög andel onoterade innehav.
Bure Equity (BURE)	19 035 MSEK	50,0%	Utesluten	Andelen onoterat bedömdes för låg i relation till studiens syfte.
Storskogen (STOR)	18 967 MSEK	100,0%	Inkluderad	Hela portföljen består av onoterade innehav.
Ratos (RATO)	12 236 MSEK	100,0%	Inkluderad	Hela portföljen består av onoterade innehav.

¹ Källa: Avanza (2025-11-28)
² Respektive bolags årsredovisning för räkenskapsår 2024.

Figur 2. Översikt över marknadsvärde och andel onoterade innehav för urvalet av investmentbolag.

Urvalet består av fem investmentbolag: *EQT*, *Röko*, *Storskogen*, *Ratos* och *Kinnevik*. Som framgår av figur 2 har dessa bolag en mycket hög exponering mot onoterade tillgångar, med andelar mellan 95 och 100 procent. *EQT*, *Röko*, *Storskogen* och *Ratos* utgörs samtliga till 100 procent av onoterade innehav, medan *Kinnevik* har en onoterad andel om 95 procent.

Flera andra stora investmentbolag exkluderades då de inte uppfyllde urvalskriterierna. Investor (27 %), Lundbergs (22 %) och Bure Equity (50 %) har en för låg andel onoterade innehav för att studien ska kunna analysera värderingskommunikationen på ett meningsfullt sätt. Industrivärden (0 %) exkluderades helt, då bolaget enbart har noterade innehav. Latour (61,1 %) uteslöts, även om andelen är relativt hög, eftersom dess portfölj består av över 200 onoterade rörelsedrivande bolag, en portföljstruktur som avviker markant från övriga investmentbolag och därmed skulle försvåra jämförbarheten.

Det slutliga urvalet är därmed strategiskt sammansatt för att möjliggöra en djupgående analys av hur investmentbolag med hög exponering mot onoterade tillgångar språkligt beskriver och motiverar sina värderingar i årsredovisningen. Urvalet skapar en hög grad av relevans och jämförbarhet mellan fallen och är väl anpassat till studiens syfte och forskningsfrågor.

4.3 Litteratursökning

Litteraturöversikten har haft sin utgångspunkt i den litteratur som introducerats under tidigare universitetskurser och som bedömts som särskilt relevant för denna studie. Dessa grundartiklar har fungerat som en teoretisk bas för att identifiera ytterligare forskning inom respektive område. Arbetssättet innebar att vi dels följde artiklar som refererats i dessa texter, dels sökte efter andra publikationer av samma författare och dels genomförde egna databassökningar.

När vi genomförde egna databassökningar använde vi främst Lunds universitets sökmotor Finn, kompletterat med Google Scholar och Emerald Insight för att hitta fulltexter. Sökorden utformades utifrån centrala begrepp i våra grundartiklar och därefter utökades de i takt med att vi identifierade nya relevanta teman. Sökord som använts är bland annat "*impression management*" (49 762 träffar), "*narrative disclosures*" (14 897 träffar), "*annual report impression*"

management” (618 träffar), *“selective disclosure*” (10 420 träffar), *“legitimacy*” (293 217 träffar), *“legitimacy theory*” (52 312 träffar), *“legitimacy AND accounting*” (6 327 träffar), *“IFRS 13*” (2 891 träffar) och *“fair value accounting*” (12 804 träffar). Träffarna filterades därefter på vetenskapliga artiklar och relevans för studiens fokus.

Den största delen av litteraturen om impression management identifierades genom en kombination av databassökningar och citeringskedjor. Utifrån grundartiklar som Merkl-Davies och Brennan (2007; 2013; 2017) följde vi både deras referenslistor och artiklar som citerat dem, vilket ledde vidare till centrala studier såsom Aerts (2005), Clatworthy och Jones (2006), Li (2008), Brennan, Guillamón-Saorín och Pierce (2009) samt Staw et al. (1983). På motsvarande sätt användes sökningar och citeringskedjor för att identifiera litteratur om legitimitet, där Suchman (1995) framträdde som den mest betydande källan och återkom i flera av de träffar som identifierades.

Sökningar relaterade till värdering och IFRS 13 genomfördes för att skapa förståelse för den redovisningsmässiga kontexten kring nivå 3 tillgångar och den osäkerhet som kännetecknar verkligt värde bedömningar. Detta kompletterade litteraturen om språkliga strategier, då det tydliggjorde vilka värderingsmässiga förutsättningar som företagen behöver förklara och kommunicera i sina årsredovisningar.

4.4 Kodningsschema

För att kunna genomföra den kvalitativa innehållsanalysen på ett systematiskt och transparent sätt har vi utformat ett kodningsschema som återfinns i figur 3. Kodningsschemat fungerar som en “översättningsnyckel” mellan vår teoretiska referensram och det empiriska materialet och anger vilka typer av språkliga och narrativa mönster vi söker efter i årsredovisningarna.

Koderna har utvecklats deduktivt, det vill säga utifrån tidigare forskning om impression management i finansiell rapportering, bland annat Brennan et al. (2009), Aerts (2005), Li (2008), Clatworthy och Jones (2006) samt Merkl-Davies och Brennan (2007, 2013), samt vår teoretiska utgångspunkt i legitimitetsteori (Suchman, 1995). Utgångspunkten har varit att identifiera de

strategier som i tidigare studier visat sig centrala när företag försöker påverka hur intressenter uppfattar resultat, risk och osäkerhet, och att anpassa dessa till den kontext vi studerar, det vill säga hur investmentbolag språkligt beskriver värderingen av sina onoterade innehav.

Kodningsschemat består av åtta huvudkategorier: (1) Ton och retorik, (2) Tematisk selektion, (3) Läsbarhet, (4) Visuellt och strukturell manipulation, (5) Jämförelser, (6) Attribution, (7) Pragmatisk legitimitet samt (8) Moralisk legitimitet. Varje kod innehåller en kort beskrivning, indikatorer ("vad vi letar efter"), exempel på typiska formuleringar samt teoretisk grund. Nedan presenteras och motiveras varje kod närmare.

Kod	Beskrivning	Vad vi letar efter	Exempel	Teoretisk grund
Ton och retorik	Språkliga val som förmedar optimism, förstärker positiva aspekter eller tonar ned negativa händelser.	Formuleringar som framställer värderingen eller portföljbolagens utveckling i ett mer positivt ljus än vad resultatet antyder, inklusive mildrande fraser eller överdriven optimism.	"Portföljen utvecklades stabilt trots marknadsutmaningar", "Vi står starka inför framtiden", "God utveckling under året."	Brennan et al. (2009); Clatworthy & Jones (2006)
Tematisk selektion	Selektiv framhävaning av positiva aspekter och nedtoning eller utelämnande av negativa händelser i värderingsrelaterad information.	Att företaget ger större utrymme åt framgångsrika portföljbolag, positiva värderingsutfall eller gynnsamma framtidsutsikter, samtidigt som information om nedskrivningar, risker eller osäkerhet ges mindre plats, placeras i slutet av texten eller formuleras mer svagt.	"Fortsatta framsteg inom flera av våra tillväxtbolag." "Vi ser god potential framåt" (utan tydlig information om negativa utfall). Långa positivt laddade stycken följt av en kort mening om svag utveckling. Framtidsprat vid dåliga resultat	Brennan et al. (2009); Merk-Davies & Brennan (2007)
Läsbarhet	Användning av komplext, tekniskt eller onödigt avancerat språk som gör värderingsinformationen svårare för läsaren att tolka.	Onödigt långa och täta meningar, avancerade värderingstermer, fackuttryck utan förklaring eller detaljerade modeller som gör att osäkerhet eller negativa utfall framstår som mer svårgripbara.	"Värderingen baseras på en flerfaktorsmodell med justerade diskonteringsräntor och icke-lineära antaganden." "Kassaflödesprognoserna har anpassats utifrån scenarionanalysens viktade utfall." "Den interna värderingsmodellen tar hänsyn till ett antal komplexa riskparametrar."	Li (2008); Brennan et al. (2009)
Visuellt/strukturell	Användning av layout, placering, rubriker för att framhäva positiva värderingsutfall och tona ned negativa aspekter i presentationen av onoterade innehav.	Placering av positiv information i början av avsnitt, framträdande grafer för uppvärderingar, färgval eller design som ger ett positivt intryck samt avsaknad eller nedtoning av visuella element vid nedskrivningar eller osäkerhetsrelaterad information. Fina diagram eller bilder för positiva resultat Mindre synliga eller avskalade presentationer av negativa siffror Rubriker som förstärker positiva budskap	Diagram som visar värdeökningar men inga grafer för nedskrivningar. Rubriker som "Stark utveckling i portföljen" medan negativa uppgifter placeras liggre i texten. Positiva siffror markeras grafiskt, medan negativa presenteras neutralt i brödtexten.	Brennan et al. (2009); Beattie (2014)
Jämförelser	Användning av selektiva eller fördelaktiga jämförelser för att framställa värderingarna av portföljbolag eller portföljens utveckling på ett mer positivt sätt	Att företaget väljer jämförelser som får värderingarna eller portföljens utveckling att se bättre ut. Det kan handla om att jämföra sig med en period eller ett index där företaget presterar starkt, eller att undvika jämförelser som skulle få resultatet att framstå som svagt. Ett vanligt exempel är att lyfta fram överprestation mot ett smalt benchmark eller att jämföra med ett år som redan var ovanligt dåligt.	"Företagets värdeutveckling var starkare än det europeiska small-cap-indexet." "Jämfört med föregående år ser vi en tydlig förbättring."	Brennan et al. (2009); Merk-Davies & Brennan (2007)
Attribution	När företaget tar åt sig äran för positiva resultat men förklarar negativa resultat med externa faktorer.	Formuleringar där bra utveckling förklaras som ett resultat av ledningens beslut, medan nedskrivningar eller svagare värderingar förklaras med saker som marknadsliga, inflation, räntor eller geopolitik.	"Den positiva utvecklingen är ett resultat av vårt aktiva värdeskapande." "Nedgången beror främst på det utmanande marknadsklimatet."	Aerts (2005), Staw et al. (1983)
Pragmatisk legitimitet	Egenintresse	Ses som en form av utbyteslegitimitet baseras på "publikens" egenintresse. Betoning på hur intressenter kan främjas.	"avkastning", "utdelning" - som spelar på vad aktieägarna vinner.	Suchman (1995)
Moralisk legitimitet	"Det rätta att göra"	Konformerar till det som är moraliskt rätt och accepterat av samhället: den gemensamma publiken, som i detta fall är de som är intresserade av värdering av onoterade innehav. För att få moralisk legitimitet får de inte sticka ifrån branch praxis.	"den rätta värderingsmetoden", "den rätta jämförelsegruppen" - spelar på att rätta metoder har använts för värdering med antingen branschspecifika bedömningar eller vad som är vanligt vid värdering.	Suchman (1995)

Figur 3. Kodningsschema för analys av narrativa värderingsbeskrivningar.

I analysarbetet har textavsnitt där värderingen av onoterade innehav behandlas identifierats och kodats utifrån det framtagna kodningsschemat. Kodningen har därmed utgått från om och hur språket kan förstås som uttryck för impression management i relation till osäkerhet och legitimitetsbehov kopplade till onoterade innehav.

4.4.1 Ton och retorik

Den första koden, *Ton och retorik*, fångar språkliga val som gör att värderingen eller innehavets utveckling framstår som mer positiv än vad resultaten i sig antyder, eller där negativa händelser formuleras på ett mildrande sätt. Brennan et al. (2009) beskriver detta som “rhetorical manipulation”, det vill säga hur ordval, formuleringar och stil används för att förstärka positiva budskap och dämpa negativa. Clatworthy och Jones (2006) visar på liknande sätt att företag med svagare prestationer tenderar att använda en mer optimistisk ton i sina VD uttalanden.

För vår studie är denna kod användbar eftersom värderingen av onoterade innehav bygger på bedömningar och antaganden. I sådana situationer blir det extra viktigt för företagen att framstå som stabila, professionella och långsiktiga. Genom att identifiera positivt laddade uttryck som “stabil utveckling”, “stark portfölj” eller “god potential framåt” kan vi undersöka om investmentbolagen använder ton och retorik för att skapa ett mer fördelaktigt intryck av värderingsarbetet än vad osäkerheten egentligen tillåter.

4.4.2 Tematisk selektion

Tematisk selektion avser hur företaget väljer vilka händelser, bolag och aspekter som lyfts fram respektive tonas ned i den narrativa beskrivningen. Brennan et al. (2009) benämner detta som “thematic manipulation”, det vill säga att betona positiva teman och samtidigt minska fokus på negativa eller känsliga delar. Merkl-Davies och Brennan (2007) diskuterar på liknande sätt “selektiva disclosures”, där framgångar får stort utrymme medan exempelvis nedskrivningar eller betydande risker ges begränsad synlighet.

Att inkludera tematisk selektion som kod är viktigt eftersom vårt syfte är att förstå hur investmentbolag kommunicerar värderingen av onoterade innehav, inte enbart vilka värden som redovisas. Genom att studera hur företagen beskriver sina innehav kan vi se om positiva delar ges större utrymme. Det kan exempelvis handla om att framgångsrika portföljbolag, tillväxtcase och goda framtidsutsikter presenteras mer utförligt, medan information om värdeminskningar, osäkerhet eller svaga bolag hanteras mer kortfattat eller placeras senare i texten. På så sätt kan vi

analysera om bolagen använder sitt berättande för att styra läsarens fokus bort från potentiellt legitimitetshotande information.

4.4.3 Läsbarhet

Koden *läsbarhet* fångar situationer där språket blir onödigt komplext, tekniskt eller svårtillgängligt. Li (2008) visar att företag med sämre resultat tenderar att producera mer svårlästa årsredovisningar och tolkar detta som ett uttryck för “obfuscation”, vilket innebär att negativ information skymmas genom språklig komplexitet. Brennan et al. (2009) lyfter också fram “readability” som en möjlig impression management strategi.

I denna studie är denna kod särskilt relevant eftersom värderingen av onoterade innehav ofta beskrivs genom modeller, antaganden och scenarier. När värderingsavsnitt präglas av långa meningar, avancerade begrepp och tekniskt svåra modeller utan tydliga förklaringar kan det göra det svårare för läsaren att genomskåda osäkerhet eller negativa utfall. Genom att koda sådana textdelar som läsbarhetsrelaterad impression management kan vi diskutera om komplexiteten i språket kan fungera som en barriär mot insyn i företagens värderingsprocess.

4.4.4 Visuell och strukturell manipulation

Med *visuell och strukturell manipulation* avser vi hur layout, rubriker, tabeller, diagram och placering av information används för att förstärka positiva budskap och göra negativa aspekter mindre framträdande. Brennan et al. (2009) diskuterar hur visuella och strukturella angreppssätt kan användas för impression management, medan Beattie (2014) betonar betydelsen av visuella inslag och textstruktur i narrativ redovisning.

För vår studie innebär detta exempelvis att grafer och tabeller används för att illustrera värdeökningar eller “starka” portföljbolag, medan nedskrivningar eller ökad osäkerhet saknar motsvarande visuella förstärkning och endast nämns i den löpande texten. Genom att koda sådana mönster kan vi analysera om den visuella och strukturella utformningen av årsredovisningen bidrar till att skapa ett mer positivt helhetsintryck av värderingen av de

onoterade innehaven, vilket kan kopplas till både impression management och legitimitetssträvanden.

4.4.5 Jämförelser

Koden *jämförelser* fokuserar på hur företag använder olika typer av jämförelser för att framställa värderingar eller portföljutveckling på ett fördelaktigt sätt. Brennan et al. (2009) beskriver “performance comparisons” som en återkommande strategi där företag väljer referenspunkter som får den egna prestationen att framstå som stark. Merkl-Davies och Brennan (2007) diskuterar likaså “selektiva jämförelser i narrativa disclosures”.

I vår studie kan detta handla om att investmentbolaget jämför portföljens utveckling med ett visst index, en bransch eller en tidsperiod där bolaget vet att det presterar relativt väl, eller att det betonar en förbättring i förhållande till ett ovanligt svagt föregående år. Genom att koda sådana formuleringar som jämförelsebaserad impression management kan vi undersöka om bolagen aktivt använder jämförelser för att legitimera sina värderingar av onoterade innehav och framstå som framgångsrika trots osäkerhet eller negativa utfall.

4.4.6 Attribution

Den sjätte koden, *attribution*, fångar hur företaget förklarar orsaker till positiv eller negativ utveckling. Staw, McKechnie och Puffer (1983) visar att organisationer ofta uppvisar en “self serving bias”, där framgång kopplas till interna faktorer och misslyckanden till externa. Aerts (2005) vidareutvecklar detta i en redovisningskontext och beskriver hur “attributional framing” används i företags narrativ för att skydda ledningens image.

I relation till vårt syfte är attributionskoden viktig eftersom värddeförändringar i onoterade innehav ofta kräver förklaringar. När positiva värddeförändringar kopplas till uttryck som “vårt aktiva värdeskapande” eller “vår långsiktiga strategi”, medan nedskrivningar förklaras med “marknadens utmanande läge” eller “makroekonomiska faktorer”, tyder detta på impression management. Genom att identifiera detta mönster kan vi analysera hur investmentbolagen arbetar

språkligt för att upprätthålla legitimitet kring sina värderingsbeslut trots osäkerhet och potentiella legitimitetsrisker.

4.4.7 Pragmatisk legitimitet

Koden *pragmatisk legitimitet* handlar om att organisationen framställer sig som värdeskapande för sina intressenter, det vill säga att den agerar i publikens egenintresse. Enligt Suchman (1995) bygger denna legitimitetstyp på publikens uppfattning om att organisationens handlingar på något sätt gynnar dem själva, exempelvis genom avkastning. I vår studie blir detta relevant då investmentbolag kan formulera värderingsinformationen om onoterade innehav på ett sätt som betonar hur deras arbete skapar värde för aktieägarna, även när de underliggande resultaten är osäkra.

Vid kodningen söker vi därför efter hur värderingsprocessen beskrivs och motiveras i text, särskilt genom formuleringar som signalerar struktur, professionalitet och kontroll i värderingen av onoterade innehav. Detta kan exempelvis uttryckas genom betoning av etablerade värderingsmodeller, en enhetlig tillämpning av dessa eller tydliga resonemang kring de bedömningar som ligger till grund för värderingen. Sådana formuleringar kan enligt Suchman (1995) förstås som strategier för att signalera att organisationen och dess intressenter delar mål och intressen, som ett sätt att förstärka “exchange legitimacy” eller “influence legitimacy” (Suchman, 1995, s. 578–579). I kontexten av värderingar av onoterade innehav kan detta innebära att osäkra processer framställs som kompetent hanterade och inriktade på att skapa framtida värde för ägarna.

4.4.8 Moralisk legitimitet

Slutligen utgår *moralisk legitimitet* från om organisationens agerande uppfattas som “det rätta att göra” enligt samhälleliga normer (Suchman, 1995, s. 579–582). Här ligger fokus inte på egenintresse utan på normativa bedömningar av organisationens ansvarstagande och lämplighet. För vår studie är detta relevant eftersom företag i sina värderingsbeskrivningar ofta betonar att de använder “korrekta” eller “ansvarsfulla” metoder, särskilt när bedömningarna innehåller

subjektiva antaganden. Sådana formuleringar kan ses som försök att uppnå moralisk legitimitet genom att framstå som normativt korrekta och styrda av professionella standarder.

I kodschemat identifierar vi därför språk som hänvisar till god sed, branschpraxis eller metodval som uppges vara objektiva och normriktiga. Suchman (1995) beskriver detta som “procedural legitimacy”, där organisationen legitimerar sig genom att visa att den använder accepterade metoder även när resultaten i sig inte är observerbara. I vår kontext gäller detta exempelvis betoningar av att värderingar sker enligt etablerade modeller, med “ansvarsfulla antaganden” eller “försiktighetsprincipen”. Genom sådana formuleringar försöker företagen framstå som moraliskt korrekta och därmed stärka förtroendet kring värderingen av onoterade innehav.

4.5 Reliabilitet och validitet

Reliabilitet avser hur pålitligt ett mått eller en analys är, medan validitet handlar om i vilken utsträckning studien faktiskt undersöker det som avses att undersökas enligt studiens syfte (Bryman & Bell, 2017).

4.5.1 Reliabilitet

För att stärka den interna reliabiliteten, vilket innebär att författarna är överens om hur det empiriska materialet ska tolkas (Bryman & Bell, 2017), har studien tillämpat en form av triangulering. Detta genomfördes genom att författarna var för sig analyserade samma årsredovisning med hjälp av det gemensamma kodningsschemat. Därefter jämfördes och diskuterades analyserna gemensamt i gruppen för att identifiera eventuella skillnader i tolkning och säkerställa ett enhetligt analytiskt angreppssätt i den fortsatta analysen.

Utöver detta har ett förutbestämt och teoretiskt förankrat kodningsschema använts, vilket bidrog till struktur i analysprocessen och minskade risken för godtyckliga eller inkonsekventa tolkningar. Samtidigt erkänns att kvalitativ innehållsanalys alltid innebär ett visst mått av tolkning, vilket gör fullständig replikerbarhet svår att uppnå.

4.5.2 Validitet

Validitet i denna studie avser i vilken utsträckning analysen fångar det fenomen som undersöks, det vill säga hur svenska investmentbolag språkligt formulerar och legitimerar värderingen av sina onoterade innehav. Validiteten har stärkts genom en tydlig koppling mellan studiens syfte, forskningsfråga, teoretiska referensram och metodval. Det använda kodningsschemat har utformats med utgångspunkt i legitimitetsteori och impression management, vilket säkerställer att de analyserade teman och kategorierna är relevanta för att besvara forskningsfrågan.

Vidare har analysen genomförts med kontinuerlig återkoppling mellan empiri och tolkning för att undvika slutsatser som inte stöds av materialet. Samtidigt är en begränsning i studiens validitet att analysen baseras på offentligt tillgängliga årsredovisningar, vilket innebär att resultaten speglar företagens externa kommunikation snarare än de faktiska värderingsprocesserna. Studien gör därför inga anspråk på att bedöma värderingarnas korrekthet utan fokuserar på hur de språkligt framställs och motiveras.

4.6 AI och GDPR

AI-baserade verktyg har använts i begränsad omfattning som stöd under arbetet med denna uppsats. Copilot har uteslutande använts för översättning av enskilda ord och kortare textavsnitt i vetenskapliga artiklar skrivna på engelska i syfte att säkerställa språklig korrekthet. All färdig text i uppsatsen har författats av författarna själva.

Då studien genomförts som en kvalitativ innehållsanalys av offentlig sekundärdata har inga personuppgifter eller andra känsliga uppgifter samlats in. Dataskyddsförordningen (GDPR) har därför inte varit tillämplig.

5. Resultat- och analys

Detta kapitel presenterar och analyserar de empiriska resultaten från studiens kvalitativa innehållsanalys av de valda investmentbolagens årsredovisningar. Analysen bygger på det kodningsschema som presenteras i metodkapitlet och syftar till att belysa hur värderingen av onoterade innehav formuleras och motiveras i den externa redovisningskommunikationen. Resultat och analys presenteras integrerat, vilket innebär att empiriska observationer löpande tolkas med utgångspunkt i studiens teoretiska referensram. Detta möjliggör en sammanhållen analys där språkliga och narrativa mönster inte enbart redovisas deskriptivt utan också analyseras utifrån hur de kan förstås som legitimitetsskapande strategier.

I samband med datainsamlingen och genomgången av årsredovisningarna identifierades totalt 187 relevanta textutdrag, vilka kodades i enlighet med det framtagna kodningsschemat (se bilaga 2). För att säkerställa en tydlig och överskådlig framställning i resultat och analyskapitlet presenteras dock endast 21 utvalda citat i den löpande texten. Dessa citat har valts ut eftersom de på ett representativt sätt illustrerar återkommande språkliga mönster och kommunikativa strategier som identifierats. Det fullständiga empiriunderlaget redovisas nedan i figur 4.

Företag	Kod	Citat	Avsnitt	Sidnummer
EQT	Ton och retorik	"fastställs utifrån en rimlig grund"	Finansiella noter	s. 78
EQT	Tematisk selektion	"Värdering till verkligt värde"	Finansiella noter	s. 78
EQT	Pragmatisk legitimitet	"överensstämmer med tillämpliga redovisningsstandarder"	Finansiella noter	s. 78
EQT	Moralisk legitimitet	"IPEV Guidelines" och "RICS/IVSC-standarder"	Finansiella noter	s. 78
Kinnevik	Ton och retorik	"arbetet med att värdera Kinneviks onoterade innehav leds av företagets finansdirektör ... oberoende av respektive innehavs investmentmanager..."	Finansiella noter	s. 67
Kinnevik	Läsläshet	"vid en värdering baserad på multiplar beaktas skillnader i storlek, historisk tillväxt och lönsamhet samt kapitalkostnad"	Finansiella noter	s. 67
Kinnevik	Jämförelser	"Mews, Spring Health och TravelPerk stängde samtliga nya finansieringsrundor till värderingar över våra egna bedömda värderingar"	Introduktion	s. 10
Kinnevik	Attribution	"stark operationell utveckling"	Introduktion	s. 10
Kinnevik	Pragmatisk legitimitet	"Kinneviks onoterade innehav värderas med tillämpning av IFRS 13 och International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines"	Finansiella noter (IFRS 13)	s. 71
Kinnevik	Pragmatisk legitimitet	"leds av Kinneviks Finansdirektör och utförs oberoende av investeringssteamet"	Finansiella noter (IFRS 13)	s. 71
Kinnevik	Moralisk legitimitet	"villrenommerade investmentbanker och revisionsfirmor"	Finansiella noter	s. 67
Storskogen	Tematisk selektion	"Värdering till verkligt värde"	Finansiella noter	s. 112
Storskogen	Visuell och strukturell manipulation	"Förändringar av finansiella skulder nivå 3"	Finansiella noter	s. 112
Storskogen	Visuell och strukturell manipulation	"Värdering till verkligt värde"	Finansiella noter	s. 112
Storskogen	Attribution	"förklaras av engångskostnader främst i samband med genomförda avyttringar"	Förvaltningsberättelse	s. 62
Storskogen	Attribution	"påverkat av jämförelsesöjrande poster om -1 019 MSEK"	Förvaltningsberättelse	s. 62
Ratos	Läsläshet	"verkligt värde har fastställts enligt nivå 3 ... och att beräkningarna är mest känsliga för vinstmultipl samt EBITDA-/EBIT-prognos"	Finansiella noter	s. 116
Ratos	Jämförelser	"i nivå med noterade jämförbara bolag"	Finansiella noter	s. 116
Ratos	Attribution	"vilket främst förklaras av ett ökat resultat i affärsområdena Construction & Services and Industry... även både organisk tillväxt samt förvärvat tillväxt"	Förvaltningsberättelse	s. 41
Ratos	Moralisk legitimitet	"Känslighetsanalys för beräkningarna av verkligt värde har genomförts, för ett antagande åt gången, där vinstmultipl har justerats ned en nivå och resultatprognos har justerats ned med tio procent"	Finansiella noter	s. 116
Röko	Moralisk legitimitet	"En känslighetsanalys visar att om dotterbolagens genomsnittliga EBITA skulle öka med 100 MSEK under tre efterföljande år skulle skulden för köp- och sälloptioner öka med 201 MSEK"	Finansiella noter	s. 44

Figur 4. Utvalda citat använda i resultat- och analyskapitlet.

Kapitlet är strukturerat utifrån de analytiska kategorier som identifierats i kodningsschemat, där varje delavsnitt fokuserar på specifika uttryck för hur företagen hanterar och kommunicerar osäkerhet, värderingsantaganden och trovärdighet. Denna struktur gör det möjligt att besvara

studiens forskningsfråga och tydligare visa hur olika språkliga och kommunikativa val samverkar i företagens sätt att beskriva värderingar som saknar direkta marknadspriser.

5.1 Översikt över resultaten

Analysen indikerar att värderingen av nivå 3 innehav kommuniceras genom återkommande strategier för att etablera legitimitet och trovärdighet. Tre koder framträder särskilt i materialet, *pragmatisk legitimitet*, *jämförelser* och *ton och retorik*. Genom att betona strukturerade processer, professionell kompetens och kontrollmekanismer skapas en berättelse om att subjektiva värderingsantaganden är tillförlitliga och användbara för investerare och andra kapitalmarknadsaktörer.

Samtliga bolag redogör för att värderingarna följer erkända regelverk, framför allt IFRS 13. Dessa hänvisningar fungerar dock inte enbart som normativa markörer utan kan framför allt förstås som ett sätt att signalera att värderingarna är framtagna på ett sätt som gör dem beslutsrelevanta, begripliga och förankrade i etablerad marknadspraxis. Den *pragmatiska legitimiteten* etableras därmed genom att företagen framställer värderingsprocessen som robust, professionell och inriktad på att tillgodose intressenternas behov av pålitlig information. *Jämförelser* framträder genom hur företagen relaterar sina värderingar till externa referenspunkter, såsom marknadsdata, multiplar, branschpraxis eller tidigare perioders värden. Genom att sätta de onoterade innehaven i relation till kända och accepterade jämförelseobjekt kan företagen minska intrycket av osäkerhet och framställa värderingarna som rimliga ur ett marknadsperspektiv. *Ton och retorik* utgör en central del av hur legitimitet skapas. Språket används inte bara för att inge förtroende utan också för att tona ned osäkerhet och framställa subjektiva värderingar som stabila, rimliga och metodmässigt förankrade.

Utifrån detta framträder både gemensamma och bolagsspecifika drag. Samtliga bolag betonar välrenommerade metoder, såsom IFRS 13 och IPEV, använder marknadsdata och förhåller sig till värderingsosäkerhet, vilket pekar på en branschpraxis för hur legitimitet i nivå 3 värderingar byggs upp. Samtidigt finns tydliga skillnader i uttryckssätt. Kinnevik särskiljer sig genom en detaljerad beskrivning av sin värderingsprocess där intern kontroll och extern granskning lyfts

fram med ovanlig tydlighet. Ratos och Röko presenterar kvantitativa känslighetsanalyser där de visar med siffror hur värden påverkas av förändringar i till exempel multiplar eller resultatprognoser. EQT särskiljer sig genom att lyfta fram användningen av externa värderare för fastighetsinvesteringar enligt RICS standarder, vilket är naturligt givet deras fastighetsfonder men inte relevant för de övriga bolagen. Storskogen redovisar en enklare känslighetsanalys för nivå 3 tillgångar och beskriver att värderingen baseras på diskonterade kassaflöden. I övrigt är informationen mer begränsad och fokus ligger på att redogöra för IFRS 13 hierarkin snarare än att utveckla värderingsmetodik eller processbeskrivningar i detalj.

Merparten av de citat och formuleringar som ligger till grund för analysen är hämtade från årsredovisningarnas noter, särskilt avsnitt om verkligt värde enligt IFRS 13 samt noter om finansiella instrument.

5.2 Ton och retorik

I samtliga studerade investmentbolags årsredovisningar används ett genomgående professionellt och kontrollerat språk när värderingen av onoterade innehav (nivå 3) beskrivs. Kinnevik betonar exempelvis kontroll, oberoende och procedur i Finansiella rapporter, not om verkligt värde/finansiella instrument, där det framhålls att “arbetet med att värdera Kinneviks onoterade innehav leds av företagets finansdirektör ... oberoende av respektive innehavs investmentmanager...” samt att värderingarna granskas av VD, revisionsutskott och externa revisorer innan de inkluderas i redovisningen (Kinnevik, 2024, s. 67). Den retoriska effekten blir att osäkerheten i nivå-3 inte står i centrum, utan att läsaren leds mot att uppfatta värdering som kontrollerad och granskad.

EQT använder på ett liknande sätt ett legitimerande språk genom att rama in värderingsarbetet som standardiserat och normstyrt. I Finansiella rapporter, Not 18 forts., avsnitt om nivå-3-värden/finansiella investeringar, anges att fonderna tillämpar *IPEV Guidelines*, att subjektiva bedömningar krävs, samt att externa värderare anlitas för vissa investeringar och att EQT har kontrollförfaranden för att säkerställa att verkligt värde “fastställs utifrån en rimlig grund” (EQT, 2024, s. 78). Här kombineras en erkänd osäkerhet (subjektiva bedömningar) med

en språklig försäkran om kvalitet (kontroll, riktlinjer, dokumentation), vilket kan förstås som en retorisk stabilisering av nivå-3-informations legitimitet.

Sammantaget speglar detta hur bolagen, genom ton och retorik, minskar den upplevda risken med nivå-3 tillgångar genom att betona process, kontroll och externa referensramar i stället för att förstärka osäkerhetens konsekvenser.

5.3 Tematisk selektion

Ett återkommande tema är att bolagen inleder värderingsbeskrivningen med IFRS 13:s hierarki (nivå 1–3), vilket tematiserar värderingen som en formellt reglerad och systematisk process och därigenom ger den en prägel av objektivitet, samtidigt som osäkerheten i nivå 3-innehav ges mindre utrymme. I Kinneviks not om verkligt värde/finansiella instrument presenteras nivå 1–3 med tydliga definitioner, följt av en omfattande uppställning av noterade och onoterade innehav, där de onoterade konsekvent kategoriseras som nivå 3 (Kinnevik, 2024, s. 70). Tematiskt hamnar fokus på klassificering och översikt, vilket kan fungera legitimerande genom att signalera transparens och systematik, även om den praktiska osäkerheten i varje enskilt innehav inte i samma textdel ges lika stor plats.

Även Storskogen och EQT tematiserar värdering genom att inleda med definition och hierarki (nivå 1–3) innan de går vidare till de enskilda posterna. I Storskogens avsnitt “Värdering till verkligt värde” i Finansiella rapporter och noter definieras nivå 1–3 (Storskogen, 2024, s. 112). EQT gör motsvarande i avsnittet “Värdering till verkligt värde” i Finansiella rapporter, Not 18 (forts.), där koncernen direkt kopplar definitionen av nivå 1–3 till att investeringar (inklusive carried interest) värderas till verkligt värde och att en nivå-3-avstämning redovisas (EQT, 2024, s. 78).

5.4 Läsbarhet

Empirin visar att nivå-3-värdering ofta kommuniceras genom tekniska termer som multiplar, kassaflöden och diskonteringsräntor. I Kinneviks not om värderingsmetoder för onoterade innehav beskrivs exempelvis hur värderingen baseras på multiplar på historisk eller förväntad försäljning eller resultat samt på värdering av framtida kassaflöden. Vid multipelvärdering framhålls att skillnader i storlek, historisk tillväxt, lönsamhet och kapitalkostnad beaktas, vilket sammanfattas i formuleringen att “vid en värdering baserad på multiplar beaktas skillnader i storlek, historisk tillväxt och lönsamhet samt kapitalkostnad”. I samma avsnitt ges relativt stor vikt åt process och informationskällor, såsom kontakter med portföljbolagens ledning, regelbundna genomgångar samt inhämtning av synpunkter från investmentbanker och revisionsfirmor (Kinnevik, 2024, s. 67). Det kan tolkas som att den potentiellt svårgripbara tekniken balanseras av en mer lättillgänglig berättelse om styrning och kontroll, vilket mildrar läsbarhetsproblemet men också flyttar fokus från osäkerhetsbedömning till processförtroende.

Ratos ger ett tydligt exempel på hur teknisk värderingskommunikation både kan öka transparensen och samtidigt kräva hög förförståelse. I noten om nedskrivningsprövning och verkligt värde i Finansiella rapporter anges att “verkligt värde har fastställts enligt nivå 3 ... och att beräkningarna är mest känsliga för vinstmultipel samt EBITDA-/EBIT-prognos”. Därefter redovisas detaljerade känslighetsantaganden och effekter i MSEK (Ratos, 2024, s. 116). Denna typ av kvantifiering stärker begripligheten för en mer avancerad läsare, men kan samtidigt fungera som en “teknisk barriär” för den som saknar redovisnings- och värderingskunskap.

5.5 Visuellt och strukturell manipulation

I empirin syns ett strukturellt mönster där centrala nivå-3-upplysningar ofta placeras i noter med tabellformat, vilket kan signalera “hård” transparens men samtidigt lämna tolkningen åt läsaren. I Kinneviks not om verkligt värde/finansiella instrument presenteras exempelvis en omfattande tabell över onoterade innehav där nivå-3-klassificeringen tydligt framgår (Kinnevik, 2024, s. 70).

Innehåll	Inledning	Hållbarhetsrapport	Förvaltningsberättelse	Finansiella rapporter	Övrigt
----------	-----------	--------------------	------------------------	-----------------------	--------

Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen per nivå

I nedanstående tabeller lämnas upplysningar om hur verkligt värde bestäms för Kinneviks finansiella tillgångar och skulder. Uppdelning av hur verkligt värde bestäms görs utifrån följande tre nivåer:

Nivå 1: Verkligt värde fastställt utifrån noterade priser på en aktiv marknad för samma instrument

Nivå 2: Verkligt värde fastställt utifrån värderingstekniker med observerbara marknadsdata, antingen direkt (som pris) eller indirekt (härlett från pris) och som inte inkluderats i nivå 1

Nivå 3: Verkligt värde fastställt med hjälp av värderingsteknik, med väsentliga inslag av indata som inte är observerbara på marknaden

	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	2024 Summa	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	2023 Summa
Global Fashion Group	198	-	-	198	166	-	-	166
Recursion	888	-	-	888	1 032	-	-	1 032
Tele2	-	-	-	-	11 887	-	-	11 887
Summa noterade innehav	1 086	-	-	1 086	13 084	-	-	13 084
Agreena	-	-	341	341	-	-	332	332
Aira	-	-	690	690	-	-	348	348
Betterment	-	-	1 690	1 690	-	-	1 391	1 391
Cedar	-	-	849	849	-	-	1 378	1 378
Cityblock	-	-	1 745	1 745	-	-	2 513	2 513
Enveda	-	-	944	944	-	-	403	403
HungryPanda	-	-	556	556	-	-	466	466
Instabee	-	-	958	958	-	-	823	823
Job&Talent	-	-	594	594	-	-	1 068	1 068
Mews	-	-	1 137	1 137	-	-	517	517
Oda / Mathem	-	-	76	76	-	-	677	677
Omio	-	-	792	792	-	-	712	712
Pelago	-	-	339	339	-	-	494	494
Pleo	-	-	2 445	2 445	-	-	3 293	3 293

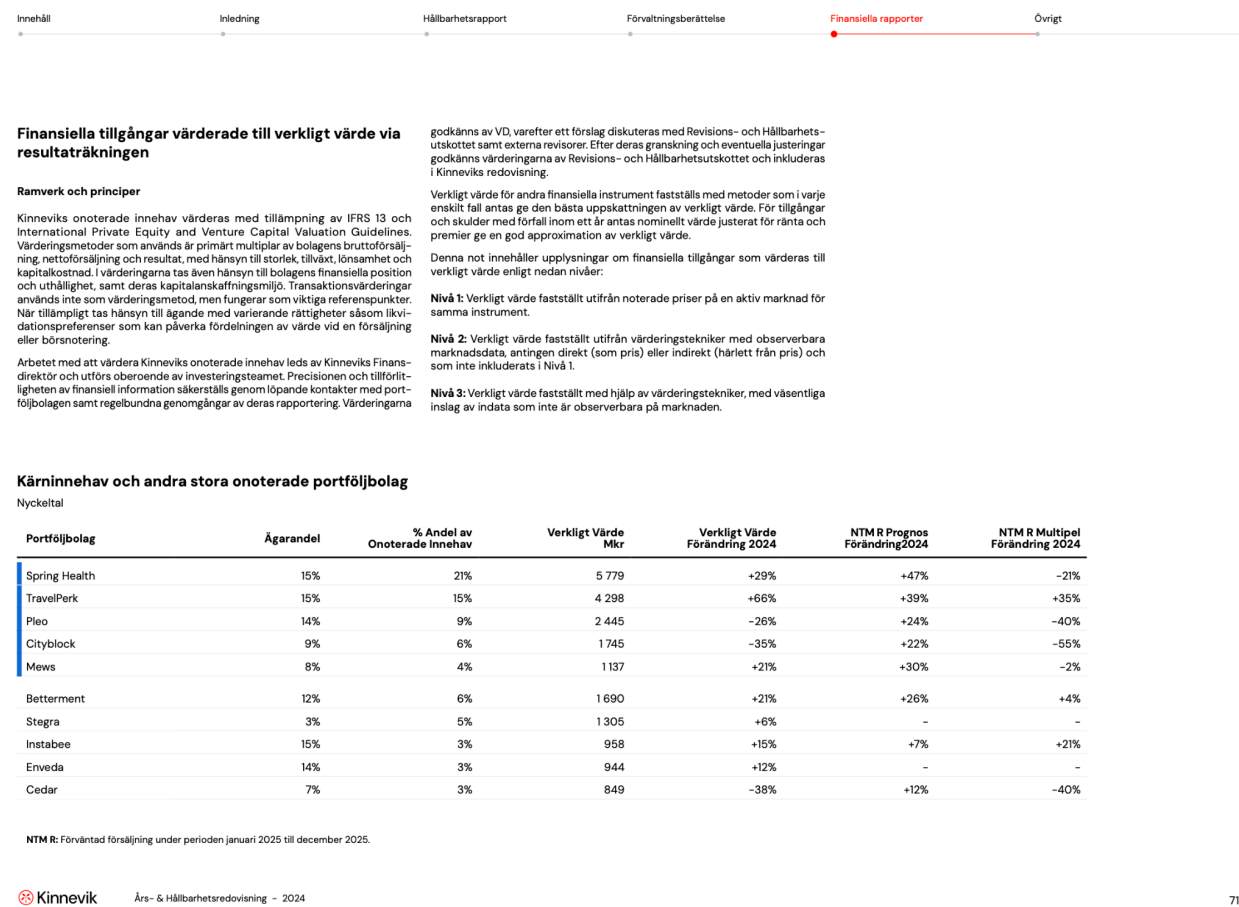
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	2024 Summa	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	2023 Summa
Solugen	-	-	552	552	-	-	504	504
Spring Health	-	-	5 779	5 779	-	-	3 657	3 657
Stegra	-	-	1 305	1 305	-	-	1 232	1 232
Sure	-	-	528	528	-	-	504	504
Transcarent	-	-	772	772	-	-	605	605
TravelPerk	-	-	4 298	4 298	-	-	2 098	2 098
VillageMD	-	-	-	-	-	-	3 087	3 087
Other Investments	-	-	1 750	1 750	-	-	2 050	2 050
Summa onoterade innehav	-	-	28 140	28 140	-	-	28 152	28 152
Kortfristiga placeringar	11 473	-	-	11 473	9 582	-	-	9 582
Summa finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	12 559	-	28 140	40 699	22 666	-	28 152	50 818

Förändringar i finansiella tillgångar i nivå 3

	2024	2023
Ingående balans 1 januari	28 152	28 782
Investeringar	3 485	4 759
Försäljningar	-70	-382
Förändring i verkligt värde	-3 427	-5 007
Utgående balans 31 december	28 140	28 152

Figur 5. Klassificering av finansiella tillgångar enligt verkligt värde-hierarkin.

Direkt därefter följer mer narrativ text om hur värderingar görs och godkänns (Kinnevik, 2024, s. 71). Strukturellt kan detta förstås som att tabellen ger ett intryck av fullständighet, medan narrativet som har fokus på process och kontroll, bidrar till att läsaren tolkar nivå-3-osäkerheten som “hanterad”.



Figur 6. Principer och metoder för värdering av onoterade innehav.

Storskogen visar ett liknande upplägg. I avsnittet “Värdering till verkligt värde” i Finansiella rapporter och noter presenteras först definitionen av värderingshierarkin och en tabell över finansiella instrument per nivå (Storskogen, 2024, s. 112). Därefter följer en separat tabell över “Förändringar av finansiella skulder nivå 3”, med fokus på villkorade tilläggsköpeskillningar, samt en tillhörande text som explicit problematiserar möjligheten att genomföra en rättvisande känslighetsanalys (Storskogen, 2024, s. 112). Formuleringen att en känslighetsanalys inte kan ge “en rättvisande bild” fungerar här som en strukturell markering, där komplexitet lyfts fram som motiv till varför full kvantifiering begränsas, vilket i sin tur påverkar hur läsaren kan uppfatta transparenskravet.

FINANSIELLA RAPPORTER OCH NOTER						
Not 26 Finansiella instrument, forts.						
Tillgångarnas maximala kreditrisk utgår av nettobeloppen av de redovisade värdena i tabellen ovan. Koncernen har inte erhållit några ställida säkerheter för de finansiella nettotillgångarna. För information om koncernens leasingsskulder, se not 28.						
VÄRDERING TILL VERKLIGT VÄRDE						
Verkligt värde är det pris som vid värderingstidpunkten skulle erhållas vid försäljning av en tillgång eller betalas vid överlåtelse av en skuld genom en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer. Tabellen nedan visar finansiella instrument värderade till verkligt värde, utifrån hur klassificeringen i verkligt värdehierarkin gjorts. De olika nivåerna definieras enligt följande:						
Nivå 1 Noterade priser (ajusterade) på aktiva marknader för identiska tillgångar eller skulder						
Nivå 2 Andra observerbara indata för tillgången eller skulden än noterade priser inkluderade i nivå 1, antingen direkt (dvs. som prisnoteringar) eller indirekt (dvs. härledda från prisnoteringar)						
Nivå 3 Indata för tillgången eller skulden som inte baseras på observerbara marknadsdata (dvs. icke observerbara indata)						
VERKLIGT VÄRDE I UPPLYSNINGSSYFTE						
För tillgångar och skulder värderade till upplupet anskaffningsvärde anses det redovisade värdet vara en god approximation av det verkliga värdet.						
Givet de korta räntebindingstiderna och posternas löptid påvisar beräkningar att det ej föreligger en väsentlig skillnad mellan upplupet anskaffningsvärde och verkligt värde.						
KONCERNENS VÄRDERING AV FINANSIELLA TILLGÅNGAR OCH SKULDER TILL VERKLIGT VÄRDE						
Per 2024-12-31						
MSEK	NIVÅ 1	NIVÅ 2	NIVÅ 3	ÖVRIGT ¹⁾	Skilnad verkligt och bokfört värde, relaterat till marknadsnoterade obligationer	TOTALT
Finansiella tillgångar						
Finansiella placeringar	–	–	–	37	–	37
Långfristiga fordringar	–	1	–	269	–	270
Kundfordringar	–	–	–	4 063	–	4 063
Övriga fordringar	–	15	–	832	–	847
Kortfristiga placeringar	0	–	–	–	–	0
Likvida medel	1 899	–	–	–	–	1 899
Summa	1 900	16	–	5 201	–	7 116
Finansiella skulder						
Villkorad tilläggsköpeskillning	–	–	57	–	–	57
Skulder till kreditinstitut	–	62	–	4 357	–	4 419
Obligationer	–	5 500	–	–	–188	5 312
Övriga långfristiga skulder	–	–	–	39	–	39
Avbetalningskontrakt	–	–	–	267	–	267
Leverantörsskulder	–	–	–	2 311	–	2 311
Övriga kortfristiga skulder	–	–	–	2 355	–	2 355
Summa	–	5 562	57	9 329	–188	14 759

Per 2023-12-31						
MSEK	NIVÅ 1	NIVÅ 2	NIVÅ 3	ÖVRIGT ¹⁾	Skilnad verkligt och bokfört värde, relaterat till marknadsnoterade obligationer	TOTALT
Finansiella tillgångar						
Finansiella placeringar	–	–	–	9	–	9
Långfristiga fordringar	–	2	–	52	–	54
Kundfordringar	–	–	–	4 441	–	4 441
Övriga fordringar	–	32	–	975	–	1 007
Kortfristiga placeringar	0	–	–	–	–	0
Likvida medel	1 560	–	–	–	–	1 560
Summa	1 560	35	–	5 476	–	7 071
Finansiella skulder						
Villkorad tilläggsköpeskillning	–	–	320	–	–	320
Skulder till kreditinstitut	–	79	–	5 281	–	5 359
Obligationer	–	5 065	–	–	–93	4 972
Övriga långfristiga skulder	–	–	–	42	–	42
Avbetalningskontrakt	–	–	–	293	–	293
Leverantörsskulder	–	–	–	2 271	–	2 271
Övriga kortfristiga skulder	–	–	–	2 763	–	2 763
Summa	–	5 144	320	10 650	–93	16 021

1) För att möjliggöra avstämning mot poster i balansräkningen har finansiella instrument som ej värderas till verkligt värde samt andra tillgångar och skulder som ingår i balansposterna inkluderats i Övrigt.

Derivat i nivå 2 har värderats till verkligt värde utifrån underlag från utgivande institut.
Obligationer och konvertibler i nivå 2 har värderats till verkligt värde via härledning från prisnoteringar.

Förändringar av finansiella skulder nivå 3, MSEK						
	IB	Förvärv	Utbettalt	Omvärdering/ diskontering	Valuta-effekt	UB
Villkorad tilläggsköpeskillning 2024	320	1	–279	12	3	57
Villkorad tilläggsköpeskillning 2023	997	80	–636	–123	3	320

Givet att det finns ett stort antal villkorade tilläggsköpeskillningar från förvärv i koncernen och att dessa har väsentliga skillnader i villkor, framtidsprognoser och löptid, så kan en känslighetsanalys inte ge en rättvisande bild över potentiella förändringar i värderingen. En förändring av diskonteringsräntan med en procent skulle påverka skulden för tilläggsköpeskillningarna med +/- 1 MSEK.

Verkligt värde på de villkorade tilläggsköpeskillningarna har beräknats baserat på det förväntade utfallet av de i kontrakten uppsatta målen, givet en diskonteringsränta på 10,2 procent (11,2).

Se not 5 angående förändringar på grund av förvärv.

Figur 7. Klassificering av finansiella tillgångar och skulder enligt verkligt värde-hierarkin.

Sammantaget visar dessa exempel att tabellformat, notstruktur och placering av information inte är neutrala utan fungerar som kommunikativa verktyg i företagens legitimeringsarbete. Genom att kritisk information om nivå 3 värderingar presenteras i tekniskt och strukturellt tunga format skapas ett intryck av objektivitet och transparens, samtidigt som osäkerhet och antaganden får mindre visuell och narrativ tyngd. Detta kan tolkas som en form av strukturell och visuell impression management.

5.6 Jämförelser

I värderingssammanhang framstår jämförelser som särskilt viktiga, givet IFRS 13:s fokus på marknadsperspektiv och användning av observerbara indata. I noten om nedskrivningsprövning och verkligt värde i Finansiella rapporter anger Ratos att de vinstmultiplar som används ligger “i nivå med noterade jämförbara bolag” (Ratos, 2024, s. 116). Den jämförelsen fungerar samtidigt legitimerande genom att knyta multipelvalet till marknaden och förskjuter bedömningen från “Ratos interna antaganden” till “vad marknaden gör”.

Kinnevik utmärker sig genom att jämföra sina egna värderingar av portföljbolag med externa transaktioner och finansieringsrundor. I introduktionen av årsredovisningen framhålls att flera innehav under året tagit in kapital till högre värderingar än Kinneviks bokförda värden, exempelvis att “Mews, Spring Health och TravelPerk stängde samtliga nya finansieringsrundor till värderingar över våra egna bedömda värderingar” (Kinnevik, 2024, s. 10). Genom att lyfta fram att marknaden värderat bolagen högre än Kinnevik själv gjort, signaleras att bolagets värderingar är försiktiga eller i linje med marknaden.

På liknande sätt framhålls i vd-kommentaren att värderingarna i 71 procent av den onoterade portföljen har validerats genom transaktioner under de senaste tolv månaderna, vilka i genomsnitt skett till en premie på 10 procent jämfört med Kinneviks egna bedömda värderingar (Kinnevik, 2024, s. 12). Genom denna jämförelse med faktiska externa affärer byggs trovärdighet upp, samtidigt som det antyds att Kinneviks värderingar snarare understiger än överstiger marknadens, vilket bidrar till ökad legitimitet inför investerare.

5.7 Attribution

Attribution avser hur bolag tillskriver orsaker till värdeförändringar och resultat, det vill säga vem eller vad som får “cred” för framgångar respektive skulden för motgångar i kommunikationen. I empirin framträder tydliga skillnader i narrativ. I Kinneviks vd-ord förklaras värdeförändringar i portföljen genom specifika händelser och faktorer som i hög grad framställs som exogena. Den största negativa påverkan på substansvärdet under 2024 tillskrivs exempelvis en extern omständighet, där Walgreens misslyckade förvärv anges som orsak till att VillageMD tappade i värde och skrevs ned helt. På liknande sätt pekas en svag e-handelskonjunktur ut som förklaring till värdefall i Oda/Mathem och Job&Talent (Kinnevik, ÅR 2024, s.12). Genom att peka på sådana yttre faktorer, såsom en stor ägares agerande och övergripande marknadstrender, lägger Kinnevik underförstått mindre skuld på sin egen investeringsbedömning. Samtidigt attribueras positiva utvecklingstendenser till de interna portföljbolagens prestationer och till Kinneviks aktiva förvaltning. I introduktionen, avsnittet ”Höjdpunkter under året”, framhålls exempelvis att kärninnehaven uppvisade “stark operationell utveckling” och att bolaget genomfört strategiska följdinvesteringar i de mest lovande bolagen (Kinnevik, 2024, s. 10). Detta implicerar att Kinneviks egen strategi, särskilt den aktiva omallokeringen av kapital, framställs som en bidragande orsak till att portföljens värden koncentrerats till starka innehav och utvecklats positivt där.

Ratos använder en mer finansiellt analytisk form av attribution. I förvaltningsberättelsen isoleras effekterna av engångsposter i resultatgenomgången, samtidigt som den underliggande utvecklingen i vissa segment betonas. Det anges exempelvis att rörelseresultatet, justerat för engångsposter, ökade, “vilket främst förklaras av ett ökat resultat i affärsområdena Construction & Services och Industry... avser både organisk tillväxt samt förvärvad tillväxt” (Ratos, 2024, s. 41). Resultatförbättringen attribueras därmed till affärsområdenas prestationer och till genomförda förvärv, snarare än till externa eller slumpmässiga faktorer.

Storskogens attribution i kommunikationen är mer generell till sin karaktär. I förvaltningsberättelsen anges att nedgången i rörelseresultat “förklaras av engångskostnader

främst i samband med genomförda avyttringar” (Storskogen, 2024, s. 62). Vidare framhålls att resultatutfallet varit “påverkat av jämförelsestörande poster om -1 019 MSEK” (Storskogen, 2024, s. 62), vilket implicerar att resultatet, exklusive dessa engångsposter, skulle ha varit avsevärt bättre. Samtidigt undviker Storskogen att i denna del av kommunikationen specificera vilka avyttringar eller tillgångar som gett upphov till kostnaderna. Sådan detaljinformation återfinns istället i noterna, där exempelvis goodwillnedskrivningar per segment redovisas. Attributionen sker därmed på en övergripande nivå, genom hänvisning till engångskostnader vid avyttringar, snarare än genom att peka ut ansvar eller orsaker på mikronivå.

5.8 Pragmatisk legitimitet

Alla bolag vidtar i olika grad åtgärder i sin kommunikation för att framstå som pragmatiskt trovärdiga. Särskilt Kinnevik och EQT lägger vikt vid att understryka att värderingarna följer erkända regler och etablerade processer. I Kinneviks redovisningsprinciper för finansiella tillgångar, not 2, klargörs exempelvis att “Kinneviks onoterade innehav värderas med tillämpning av IFRS 13 och International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines” (Kinnevik, 2024, s. 71). Vidare preciserar de att man främst använder etablerade metoder som multipelvärdering av intäkter och resultat, justerat för faktorer som tillväxt, lönsamhet, finansiell ställning m.m., och att transaktionsvärderingar endast används som referenspunkter. Genom att koppla värderingsarbetet till IPEV-riktlinjerna, som är branschstandard inom private equity, lånar Kinnevik legitimitet från ett externt ramverk. Det signalerar att värderingarna inte är godtyckliga, utan följer vedertagna principer som marknadsaktörer förstår och accepterar.

EQT gör kopplingen tydligt genom att förankra nivå-3-värdering i etablerad branschpraxis genom IPEV samt i interna kontrollförfaranden. I Not 18 Finansiella instrument och finansiella risker framhålls att dessa processer ska säkerställa att verkligt värde både “överensstämmer med tillämpliga redovisningsstandarder” och “fastställs utifrån en rimlig grund” (EQT, 2024, s. 78). Detta kan tolkas som ett uttryck för pragmatisk legitimitet, där bolaget signalerar att de

rapporterade värdena är tillförlitliga beslutsunderlag för marknadsaktörer, vilket i praktiken gynnar investerare.

Utöver metodvalet betonar Kinnevik i samma textavsnitt även en tydlig intern process för att säkerställa riktigheten i värderingarna. Värderingsarbetet “leds av Kinneviks Finansdirektör och utförs oberoende av investeringsteamet”, och efter noggranna genomgångar med portföljbolagen godkänns värderingarna av VD samt diskuteras med Revisionsutskottet och externa revisorer innan de fastställs (Kinnevik, 2024, s. 71). Denna insyn i processen, att det finns kontrollstationer och oberoende granskning, bygger pragmatisk legitimitet genom att försäkra intressenter om att värderingarna inte drivs av partiska investeringschefer eller önsketänkande, utan är förankrade i en strukturerad process.

5.9 Moralisk legitimitet

I årsredovisningarna uttrycks moralisk legitimitet främst genom hänvisningar till etablerade regelverk och riktlinjer för värdering av nivå-3-tillgångar. IFRS 13 betonar att värderingar ska utgå från ett marknadsperspektiv, använda observerbara indata i så stor utsträckning som möjligt och innehålla omfattande upplysningar när värderingen baseras på nivå 3, såsom beskrivningar av metoder, antaganden och centrala indata som diskonteringsräntor och multiplar. Mot denna bakgrund är det betydelsefullt att EQT i Not 18 Finansiella instrument och finansiella risker tydligt anger att fonderna tillämpar IPEV Guidelines och, för fastigheter, RICS/IVSC-standarder, samt att bolaget säkerställer att värderingarna stöds av underliggande dokumentation (EQT, 2024, s. 78). Detta kan förstås som ett uttryck för moralisk legitimitet, där värderingen placeras inom ett ramverk av vedertagen metod och professionell standard.

Kinnevik stärker moralisk legitimitet genom att betona att värderingsmetoderna baseras på rapporterad finansiell information från innehaven och att informationens precision säkras genom periodisk inhämtning av synpunkter från “välrenommerade investmentbanker och revisionsfirmor”. Detta framgår av Koncernens noter, Not 1 Redovisnings- och värderingsprinciper (Kinnevik, 2024, s. 67). Resonemanget signalerar att subjektiva antaganden

inte är fria, utan disciplineras av extern professionell kompetens och granskning, vilket utgör kärnan i moralisk legitimitet.

Slutligen ger Ratos och Röko exempel på hur moralisk legitimitet kan förstärkas genom att synliggöra hur känslig nivå-3-värdering är, snarare än att dölja osäkerheten. I noten om nedskrivningsprövning och verkligt värde redovisar Ratos konkret att verkligt värde är mest känsligt för vinstmultipel och prognoser, och anger även explicita känslighetsjusteringar. Det framhålls exempelvis att “Känslighetsanalys för beräkningarna av verkligt värde har genomförts, för ett antagande åt gången, där vinstmultipel har justerats ned en nivå och resultatprognos har justerats ned med tio procent” (Ratos, 2024, s. 116). Genom denna typ av kvantifierad känslighetsanalys framställs osäkerheten i nivå-3 som något som öppet redovisas och hanteras, vilket stärker bolagets moraliska legitimitet.

Röko redovisar en känslighetsanalys som tydligt visar hur värderingen av nivå-3-poster påverkas av förändringar i centrala antaganden. I Not 17 Finansiella tillgångar och skulder anges exempelvis att “En känslighetsanalys visar att om dotterbolagens genomsnittliga EBITA skulle öka med 100 MSEK under tre efterföljande år skulle skulden för köp- och säljoptioner öka med 201 MSEK” (Röko, 2024, s. 44). Sådana upplysningar kan förstås som ett uttryck för moralisk legitimitet, genom att bolaget signalerar ansvar och transparens kring de mest osäkra värderingsposterna (nivå 3 tillgångar), vilket ligger nära IFRS 13-logikens syfte att öka insyn.

6. Diskussion

6.1 Transparens och legitimitet i värderingskommunikationen

Studiens resultat visar att svenska investmentbolag i sin värderingskommunikation förhåller sig till både kravet på transparens och behovet av legitimitet. IFRS 13 ställer krav på transparens, särskilt vid värderingar på nivå 3, där bolagen enligt standarden måste lämna detaljerad information om använda metoder, centrala antaganden och osäkerheter i syfte att ge ökad insyn i värderingsprocessen. Samtidigt utformas denna information på ett sätt som syftar till att stärka intressenternas förtroende. Analysen visar att företagen behöver vara ärliga med antaganden och modeller men samtidigt förmedla intrycket av kontroll och gott omdöme i värderingsarbetet. Detta samspel präglar årsredovisningarnas narrativ, där transparenskraven uppfylls på ett sätt som samtidigt upprätthåller bolagens trovärdighet.

Mot denna bakgrund kan värderingskommunikationen av onoterade innehav förstås som mer än en teknisk redogörelse. Transparens framträder därmed inte enbart som ett formellt svar på IFRS 13:s upplysningskrav utan kan också förstås som en aktiv del av investmentbolagens legitimitetsarbete. Genom att synliggöra osäkerheter och centrala antaganden samtidigt som dessa ramas in av beskrivningar av etablerade processer, intern kontroll och extern granskning framställs värderingsarbetet som både öppet och professionellt hanterat. I detta sammanhang fungerar transparensen som ett verktyg som bolagen använder för att signalera ansvarstagande och kompetens i hanteringen av svårvärderade tillgångar.

Ett tydligt uttryck för detta är att samtliga bolag inkluderar känslighetsanalyser av nivå 3 värderingar. På ytan blir det därmed tydligt att det finns en viss osäkerhet i antagandena, där öppenheten kan tolkas som moralisk legitimitet, det vill säga att bolaget gör det rätta genom att erkänna komplexiteten i linje med IFRS 13:s syfte att öka insynen. Samtidigt fyller sådana upplysningar en pragmatisk legitimerande funktion genom att signalera att bolaget är medvetet om riskerna och hanterar dem proaktivt. Sådana upplysningar kan därmed uppfattas som

lugnande för investerare och andra intressenter genom att signalera att värderingarna är under kontroll.

Sammantaget framträder transparenskrav och legitimitetsbehov som nära sammankopplade i företagens kommunikation. Transparensen förmedlas på ett sätt som förstärker intrycket av ansvarstagande och kompetens. Saklig information i värderingsupplysningarna kan samtidigt fylla en kommunikativ funktion. Samma upplysning kan därmed både tillföra substantiell information och vara strategiskt utformad för att påverka läsarens tolkning (Merkl-Davies & Brennan, 2007). Redovisningsnarrativet kan därmed fylla flera funktioner genom att både informera och samtidigt ingå i företagets arbete med att upprätthålla legitimitet och förtroende.

6.2 Impression management i en reglerad redovisningskontext

Analysen av årsredovisningarnas språkbruk visar att investmentbolagen tillämpar flera impression management tekniker parallellt för att forma läsarens intryck av de osäkra värderingarna. Tidigare studier har identifierat en rad sådana taktiker, till exempel språkliga och retoriska grepp, tematiska selektioner, läsbarhetsanpassningar, selektiv betoning av information, visuella presentationer samt attribuering av resultat (Brennan et al. 2009). Även om samtliga dessa strategier förekommer i materialet visar analysen att vissa framträder tydligare än andra, särskilt i form av pragmatisk legitimitet, jämförelser samt ton och retorik. Våra resultat bekräftar att företagen utnyttjar en kombination av dessa metoder snarare än att förlita sig på en enda, i enlighet med Brennan et al. (2009), som noterar att flera tekniker ofta samverkar.

Samtliga undersökta bolag använder ett professionellt och kontrollerat språk när de beskriver värderingen av nivå 3 tillgångar. Retoriskt tonläge och ordval bidrar till att dämpa intrycket av risk. Till exempel framhåller Kinnevik att värderingsarbetet leds av finansdirektören oberoende från portföljförvaltarna och att värderingarna granskas noggrant av VD, revisionsutskott och externa revisorer innan de fastställs. Effekten blir att fokus förskjuts bort från värderingarnas subjektivitet och att läsaren leds till att uppfatta processen som strikt kontrollerad och granskad snarare än godtycklig.

På liknande sätt använder investmentbolagen ett språk som legitimerar genom hänvisning till standarder och kvalitetssäkring. Värderingarna uppges följa etablerade riktlinjer, såsom IPEV, vissa tillgångar värderas av externa experter och interna kontrollrutiner säkerställer att verkligt värde fastställs på rimlig grund. Även om subjektiva bedömningar krävs omges de av formuleringar som betonar metodik och dokumentation. Detta bidrar till att skapa ett stabilt intryck av att nivå 3 värderingarna är legitima och tillförlitliga.

Utifrån impression management och legitimitetsteori kan det kontrollerade tonfallet tolkas som en medveten strategi för att stärka legitimiteten kring värderingsprocessen snarare än som ett försök att dölja negativa resultat (Brennan et al. 2009). Ett återkommande mönster är att bolagen bemöter värderingarnas subjektivitet genom att peka på oberoende experter och etablerade arbetssätt. Detta blir särskilt viktigt vid känslighetsanalyser, där bedömningar annars riskerar att uppfattas som alltför ledningsstyrda.

Även för impression management metoden jämförelser visar analysen att investmentbolagen inte använder jämförelser för att framhäva sina egna finansiella resultat genom sämre referenspunkter (Brennan et al. 2009). I stället används jämförelser för att hantera osäkerhet genom att framhålla att värderingen ligger i nivå med noterade jämförbara bolag (Ratos, 2024). Genom att använda marknadsdata i sina jämförelser motverkar de därmed den osäkerhet som följer av att värderingen saknar aktiv marknad (Landsman, 2007; Power, 2010; Paleo & Maino, 2013). I denna undersökning kan därför både ton och retorik och jämförelser tolkas som medel för legitimeringsstrategier snarare än som försök att framhäva eller dölja finansiella resultat.

Undersökningen av läsbarhet i denna studie visar en betydande användning av vad vi benämner tekniska termer i kommunikationen kring värdering av onoterade innehav, vilket gör kommunikationen svårläst. Detta ligger i linje med Courtis (2004) beskrivning av syntaktisk manipulation.

Syntaktisk manipulation är den mest studerade formen av impression management inom finansiell kommunikation och domineras av kvantitativa forskningsmetoder, där språket analyseras utifrån exempelvis meningslängd och stavelsestruktur i syfte att identifiera

fördunkling av läsbarhet (Brennan et al. 2009; Courtis, 2004; Li, 2008; Merkl-Davies & Brennan, 2007). Brennan et al. (2009) framhåller att denna metodik är vanlig då den är relativt enkel att tillämpa och möjliggör analyser av ett stort antal årsredovisningar över tid.

Den kvalitativa metod som tillämpats i denna studie har i stället möjliggjort en djupare förståelse av textens innehåll och innebörd, vilket enligt Merkl-Davies och Brennan (2007) ofta går förlorat i kvantitativa innehållsanalyser. Detta ligger även i linje med forskning som visar att språkliga och retoriska val i årsredovisningar kräver djupgående analyser för att deras betydelse ska kunna förstås (Craig & Armenic, 2004; Crowther et al. 2006; Davison, 2002). En ren kvantitativ analys av meningslängd och stavelser hade i detta fall sannolikt inte identifierat en fördunkling av läsbarheten, eftersom vår bedömning bygger på att de tekniska termerna i sig bidrar till att göra texterna svårare att ta till sig.

Här är det dock viktigt att beakta den subjektivitet som präglar kvalitativa innehållsanalyser (Bryman & Bell, 2017). Bedömningen av tekniska termer som svårlästa bygger på våra tolkningar och är därmed inte objektivt fastställd. Värdering av onoterade innehav är också starkt reglerad i enlighet med IFRS 13 och ställer höga krav på upplysningar (IFRS Foundation, 2011), vilket innebär att företagen är tvingade att redovisa de tekniska termer som vi uppfattar som svårlästa. Det är därför svårt att dra slutsatsen att förekomsten av tekniska termer i sig utgör en narrativ strategi från ledningens sida. Tidigare forskning om värdering av onoterade innehav fokuserar i stor utsträckning på sofistikerade användare, såsom analytiker och investerare (Black et al. 2022; Claessen, 2021; Hitz, 2007; Landsman, 2007; Sundgren et al. 2018). Även detta kan förklara förekomsten av tekniska termer, om kommunikationen främst är riktad till denna målgrupp och därmed inte uppfattas som svårläst av dem.

Utöver de mer framträdande kommunikativa strategierna är det relevant att uppmärksamma attribution, som i vissa fall förekommer som ett retoriskt grepp, särskilt när värdeförändringar ska förklaras. Om en betydande ned eller uppskrivning sker i portföljen tenderar företagen att ange underliggande orsaker i stället för att låta det framstå som en plötslig överraskning eller felbedömning. Genom att tillskriva negativa utfall yttre faktorer utanför bolagets kontroll kan

ledningen skydda sitt anseende. På motsvarande sätt presenteras positiva utfall gärna som resultatet av strukturerade processer och skicklighet.

Vi observerar att attributioner är tydligast på en generell nivå när värdeförändringar i portföljen som helhet diskuteras snarare än i direkta beskrivningar av själva värderingsprocessen för de onoterade innehaven. Även om värdeförändringar hänger ihop med värderingarna framträder attributioner alltså inte tydligt i kommunikationen av själva värderingsutfallet eller värderingsprocessen. Detta är rimligt, då attributioner i tidigare forskning främst används för att förklara positiva eller negativa resultat (Aerts, 2005; Staw et al. 1983; Sandell & Svensson, 2014), vilket inte direkt motsvarar värderingen av onoterade innehav. Denna studie undersökte heller inga extrema värdeökningar eller minskningar, och en sådan analys skulle sannolikt ge tydligare utslag för användningen av attribution i linje med vad tidigare studier funnit.

6.3 Pragmatisk och moralisk legitimitet i praktiken

För att förstå motiven bakom företagens kommunikation kan resultaten tolkas med hjälp av legitimitetsteorin, med särskilt fokus på pragmatisk och moralisk legitimitet (Suchman, 1995). Pragmatisk legitimitet handlar om att organisationen uppfattas leverera värde eller nytta till sina närmaste intressenter, och legitimiteten baseras därmed på målgruppens egenintresse. I vår kontext innebär detta att investmentbolagen vill övertyga investerare och andra kapitalmarknadsaktörer om att de rapporterade värderingarna är tillförlitliga och användbara som beslutsunderlag.

Moralisk legitimitet grundar sig däremot på uppfattningen att organisationen agerar etiskt korrekt och i enlighet med samhälleliga normer. Här ligger fokus på att visa ansvarstagande, ärlighet och att göra det rätta. Båda dessa former av legitimitet spelar en tydlig roll i hur bolagen formulerar sig kring nivå 3 värderingar.

Våra empiriska observationer visar hur pragmatiska legitimeringsstrategier används för att möta intressenternas krav på pålitlighet. Analysen visar ett återkommande mönster där värderingsprocessen framställs som robust, kompetent och oberoende. Genom att lyfta fram att

externa experter och revisorer involveras, att värderingar följer ramverk, såsom IFRS 13 och IPEV standarder, och att interna kontrollpunkter finns på plats framställs värderingarna på ett sätt som kan uppfattas som övertygande för läsarna om att siffrorna kan litas på. Detta knyter an till pragmatisk legitimitet, där företaget framställer sig som nyttigt och förtroendeingivande för investerare som förlitar sig på att substansvärden och bokförda värden är korrekta. Investmentbolagens betoning av oberoende granskning och gedigen metodik utgör typiska exempel på pragmatisk legitimering. Det signaleras att värderingarna inte styrs av personliga bedömningar eller egenintressen utan är resultatet av en noggrann och neutral process, vilket direkt tilltalar intressenternas behov av pålitlig information (Suchman, 1995).

Vi tolkar detta som en medveten strategi för att vinna läsarnas förtroende genom att försäkra dem om att företaget lever upp till förväntningarna på korrekt och användbar redovisning. Som Ogden och Clarke (2005) påpekar kan sådana investerarinriktade uttalanden ses som en konstruktion av legitimitet genom kommunikationen själv, där företagen pratar sig till trovärdighet genom att framhäva det som publiken vill höra, nämligen att siffrorna är tillförlitliga och granskade.

Tidigare forskning har belyst en utbredd skepsis mot IFRS 13 nivå 3 värderingar, exempelvis Paleo och Maino (2013) och Sundgren et al. (2018). Detta kan förklara att investmentbolagen vill motverka den redan existerande skepsisen genom att konsekvent poängtera att värderingsmetoderna följer regelverket och att all indata är pålitlig och i linje med branschstandard. Vi ser här ett skifte i fokus från enbart teknisk redogörelse av värderingen till att legitimera själva värderingsprocessen. Bolagen anstränger sig för att visa att de gör rätt för sig, det vill säga att de värderar i enlighet med god sed och tar ansvar, vilket stärker deras moraliska legitimitet.

En intressant iakttagelse är att pragmatisk och moralisk legitimitet ofta samverkar snarare än utesluter varandra. Ofta bidrar samma form av kommunikation till både pragmatisk och moralisk legitimitet. Införandet av oberoende värderare och strikta processer uppfyller till exempel det pragmatiska kravet på förtroende samtidigt som det signalerar att företaget följer god sed och tar ansvar, vilket stärker den moraliska legitimiteten. På samma sätt utgör offentliggörandet av känslighetsanalyser och erkännandet av osäkerheter ett moraliskt ställningstagande för öppenhet,

samtidigt som det pragmatiskt sett lugnar investerare genom att signalera att inga dolda risker finns. Detta överlapp stödjer Suchmans (1995) tes om att olika legitimitetsformer kan flyta samman i praktiken, där en skickligt utformad kommunikation samtidigt kan stärka både intressenternas upplevda nytta och samhällets förtroende för företaget som etiskt korrekt.

Vår studie illustrerar detta i en ny kontext, nämligen finansiell värderingsrapportering. Legitimitetsteori har ofta använts för att förstå exempelvis hållbarhetsredovisning och kriskommunikation (Cho & Patten, 2007; Deegan, 2002). Våra resultat visar dock att även kärnan i den finansiella rapporteringen, det vill säga värderingen av tillgångar, genomsyras av legitimitetssökande kommunikation. Resultaten indikerar därmed att impression management inte enbart aktualiseras i samband med finansiella kriser eller exceptionella händelser utan även utgör en del av den löpande kommunikationen kring osäkra värderingar.

6.4 Metodkritik

Det är viktigt att reflektera över studiens metodval och dess inverkan på resultaten. Studien bygger på en kvalitativ innehållsanalys av ett avgränsat urval årsredovisningar från svenska investmentbolag, Kinnevik, EQT, Ratos, Storskogen och Röko, för räkenskapsåret 2024. Ett sådant urval medför begränsningar i generaliserbarhet. Resultaten är främst tillämpliga på större svenska investmentbolag under 2024 och bör tolkas med försiktighet vid tillämpning på mindre bolag, andra branscher eller företag verksamma i andra institutionella och regulatoriska kontexter. Även inom urvalet kan bolagsspecifika förhållanden, såsom exceptionellt god eller svag portföljutveckling, påverka ton och innehåll i den externa kommunikationen. Studien fångar därmed en ögonblicksbild för år 2024, medan en longitudinell ansats hade kunnat synliggöra hur impression management strategier förändras över tid eller intensifieras i perioder av hög osäkerhet eller kris.

En vanligt förekommande kritik mot kvalitativ forskning rör dess subjektivitet, begränsade replikerbarhet och svårigheter med generalisering (Bryman & Bell, 2017). Dessa invändningar är även relevanta för denna studie. Analysen bygger på forskarnas tolkning av språkliga nyanser och narrativ i årsredovisningarna, vilket innebär att subjektivitet inte kan elimineras helt. För att

begränsa detta har analysen genomförts med stöd av ett detaljerat kodningsschema snarare än fria tolkningar, och kodningen har granskats gemensamt av flera författare. Den triangulering som tillämpats i analysprocessen syftar till att öka studiens tillförlitlighet, även om den inte fullt ut kan eliminera den subjektivitet som präglar kvalitativa metoder.

Samtidigt möjliggör den kvalitativa innehållsanalysen en djupgående och kontextkänslig förståelse av hur värderingskommunikation faktiskt utformas, vilket enligt Brennan et al. (2009, s. 802) ofta går förlorat i mer kvantitativa innehållsanalyser. En kvantitativ studie hade exempelvis kunnat mäta språklig komplexitet eller frekvens av vissa begrepp men sannolikt haft svårare att fånga hur legitimitet och impression management samverkar i narrativets helhet. Den valda metoden innebär därmed en medveten avvägning mellan generaliserbarhet och analytiskt djup.

Det är även värt att notera att det empiriska materialet, offentliga årsredovisningar, utgör en slutprodukt av kommunikation som genomgått omfattande granskning av företagsledning, styrelse och revisorer. Språket är därmed polerat och strategiskt utformat. Detta innebär att studien analyserar hur företagen väljer att framställa sin värderingspraktik snarare än att kunna uttala sig om de faktiska värdenas riktighet. Studien säger således mer om redovisning som kommunikation och legitimering än om huruvida nivå 3 värderingarna i sig är korrekta.

Trots dessa begränsningar menar vi att studiens resultat har analytisk överförbarhet i den meningen att de identifierade mönstren kan bidra till förståelsen av hur företag hanterar legitimitetsproblem i situationer där värderingar är osäkra och redovisningen präglas av omfattande bedömningar. Resultaten bör dock förstås som ett tolkningsförslag för svenska investmentbolags IFRS baserade värderingskommunikation snarare än som generella påståenden om företagsrapportering i stort.

7. Slutsats

Syftet med studien var att undersöka hur svenska investmentbolag kommunicerar värderingen av sina onoterade innehav i årsredovisningen. Studien visar att företagen, i avsaknad av marknadspriser, använder språkliga strategier för att förmedla dessa svårverifierade värden på ett legitimt och förtroendeingivande sätt.

Samtliga bolag hänvisar till erkända ramverk som IFRS 13 och branschriktlinjer för att betona att värderingarna följer etablerad praxis. Dessa referenser fungerar inte enbart som regelefterlevnad utan signalerar att värderingsprocessen är robust och professionell, vilket bidrar till pragmatisk legitimitet hos läsarna. Vidare relaterar bolagen sina värderingar till externa referenspunkter såsom marknadsdata, multiplar eller tidigare värderingar för att rama in de onoterade innehavens värde i ett marknadsperspektiv. Genom ett sådant förhållningssätt kan intrycket av osäkerhet dämpas och de subjektiva värderingarna framställas som rimliga och metodmässigt förankrade. Språkets tonfall och ordval används medvetet för att inge förtroende och tona ned den osäkerhet som oundvikligen omger nivå 3-värderingar. Även om vissa skillnader i uttryckssätt märks mellan bolagen framträder ett tydligt gemensamt mönster där kommunikationen balanserar kravet på transparens med behovet av att skapa tilltro till värderingarna.

Studiens resultat bidrar till den existerande litteraturen om redovisningskommunikation genom att belysa hur företagsledningar strategiskt utformar värderingsupplysningar under osäkerhet. Teoretiskt utvidgas förståelsen av impression management inom finansiell rapportering genom att koppla samman detta begrepp med legitimitetsteori i kontexten av IFRS 13. Studien visar att även komplexa verkligt värde-bedömningar, som inte nödvändigtvis är kopplade till krissituationer eller negativa utfall, kan påverkas av ledningens kommunikativa val. Därigenom synliggörs ett tidigare relativt utforskat område och kunskapen om hur narrativ och retorik används för att skapa förtroende vid värdering av svårbedömda tillgångar fördjupas. Praktiskt innebär resultaten att användare av finansiella rapporter såsom investerare, analytiker och andra intressenter, bör vara medvetna om att språk och presentation i årsredovisningen kan ha en påverkan på hur värderingar uppfattas. För bolagen själva kan studien fungera som en

tankeställare kring balansen mellan att uppfylla omfattande upplysningskrav och att samtidigt förmedla en stabil och kontrollerad bild av värderingsprocessen. Att tydligt redogöra för antaganden, metoder och osäkerhetsfaktorer är centralt för att öka transparensen, men det är lika viktigt hur denna information kommuniceras för att inte skapa onödig oro.

8. Förslag på vidare studier

Denna studie har analyserat hur investmentbolag kommunicerar värderingen av onoterade innehav, men inte hur denna kommunikation faktiskt uppfattas ur ett användarperspektiv.

Eftersom värderingar av onoterade innehav präglas av betydande osäkerhet och kräver en hög grad av förtroende, vore det värdefullt att studera hur sofistikerade användare, såsom analytiker och investerare, och mindre sofistikerade användare uppfattar ton och retorik, tekniska termer och jämförelser i årsredovisningarna. En sådan studie skulle kunna visa hur de legitimitets- och impression management-strategier som identifierats i denna uppsats uppfattas och därmed bidra till en djupare förståelse av kommunikationens faktiska effekter.

Vidare bör framtida studier fördjupa analysen av stora värdeförändringar, både upp- och nedskrivningar, och hur dessa kommuniceras genom olika former av attribution. Genom att undersöka hur företag förklarar stora värdeförändringar, exempelvis genom att hänvisa till externa marknadsfaktorer eller interna strategiska beslut, och hur dessa förklaringar tas emot av marknaden, kan forskningen bidra till en bättre förståelse av sambandet mellan redovisningskommunikation, legitimitet och kapitalmarknadens förtroende.

9. Referenslista

Aerts, W. (2005) 'Picking up the pieces: impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes'. *Accounting, Organizations and Society*.

Tillgänglig på: <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edselp,S0361368204000467> (Hämtad: 17 november 2025).

AInvest (2025) *Kinnevik AB – Contrarian gem, 37% discount to NAV*. Tillgänglig på: <https://www.ainvest.com/news/kinnevik-ab-contrarian-gem-37-discount-nav-2507/> (Hämtad: 17 november 2025).

Affärsvärlden (2024) *Kinnevik skriver ner Mathem till noll – en enorm besvikelse*. Tillgänglig på: <https://www.affarsvarlden.se/artikel/kinnevik-skriver-ner-mathem-till-noll-en-enorm-besvikelse> (Hämtad: 18 november 2025).

Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. (2004). *A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports*. Abacus.
<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edselc,edselc.2-52.0-23744467779>

Beattie, V. (2014) 'Accounting Narratives and the Narrative Turn in Accounting Research: Issues, Theory, Methodology, Methods and a Research Framework', *The British Accounting Review*, 46(2), ss. 111–134. <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edselc,edselc.2-52.0-84901837475>

Borskollen (2025) *Bästa aktier* <https://www.borskollen.se/basta-aktier> (Hämtad 25 december 2025)

Brennan, N., Guillamón-Saorín, E. & Pierce, A. (2009) 'Impression management – Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures'. *Accounting Forum*, 33(2), ss. 58–75. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1284904

Bryman, A. & Bell, E. (2017) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 3 uppl. Stockholm: Liber.
<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/cat07147a,lub.5024564>

Berkin, A., Aerts, W., Roszkowska-Menkes, M. & Van Caneghem, T. (2025). CEO Talk under Scrutiny: Visibility and Rhetorical Impression Management in Sustainability Narratives, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 38, no. 8, pp.1949–1978

<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edswss.001568557000001>

Black, J., Chen, J. Z. & Cussatt, M. (2022). Managerial Discretion and the Comparability of Fair Value Estimates, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 41, no. 1, p.106878

<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edselc.edselc.2-52.0-85112510449>

Cho, C. H. & Patten, D. M. (2007). The Role of Environmental Disclosures as Tools of Legitimacy: A Research Note, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 32, no. 7, pp.639–647 <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/bth.26149492>

Claessen, Á. (2021). Relevance of Level 3 Fair Value Disclosures and IFRS 13: A Case Study, *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 18, no. 4, pp.378–390

<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edssjs.edssjs.F15FD2D>

Clatworthy, M. & Jones, M.J. (2003) ‘Financial Reporting of Good News and Bad News: Evidence from Accounting Narratives’, *Accounting and Business Research*, 33(3), ss. 171–185.

<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edselc.edselc.2-52.0-16844374493>

Clatworthy, M. & Jones, M.J. (2006) ‘Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman’s statement’, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(4), ss. 493–511.

<https://www.emerald.com/aaaj/article-abstract/19/4/493/990/Differential-patterns-of-textual-characteristics?redirectedFrom=fulltext>

Coombs, W.T. (1995) ‘Choosing the Right Words: The Development of Guidelines for the Selection of the “Appropriate” Crisis-Response Strategies’, *Management Communication Quarterly*, 8(4), ss. 447–476. <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/eric.EJ501079?sid=5280257>

Dagens industri (2024) *Kinneviks substans sjönk – skriver ned miljardinnehav till noll*.

Tillgänglig på:

<https://www.di.se/live/kinneviks-substans-sjonk-skriver-ned-miljardinnehav-till-noll/> (Hämtad: 17 november 2025).

Dagens industri (2025) *Mathemägaren gör miljardförlust*. Tillgänglig på:

<https://www.di.se/digital/mathem-agaren-gor-miljardforlust/> (Hämtad: 18 november 2025).

EQT AB. (2024). *Års- och hållbarhetsredovisning 2024*. EQT AB.

FAR (2024). *Samlingsvolymen – Redovisning*. FAR Förlag.

<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/cat07147a,lub.8030426?sid=5280075/Holdings#tabnav>

Funck, E.K. & Karlsson, T.S. (2021) *Handbok för systematiska litteratur- och dokumentstudier inom samhällsvetenskapen*. Förvaltningshögskolans rapporter nr 158. Göteborg: Göteborgs universitet. <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edsswe.edsswe.oai.DiVA.org.lnu.100735>

Gavelin, L. & Sjöberg, E. (2012). *Finansiell Ekonomi i Praktiken*, 2 uppl., Lund:

Studentlitteratur. <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/cat07147a,lub.2363029>

Glimberg, J. & Mattelius, E. (2023) *Värdering till verkligt värde enligt IFRS – vad gäller?* Aspia Inspiration, 11 maj. Tillgänglig på:

<https://www.aspia.se/inspiration/artikel/redovisning/vardering-ifrs-guide/> (Hämtad: 4 december 2025).

Grant Thornton (2021) *Insights into IFRS 13*. Grant Thornton International Ltd. Tillgänglig på:

<https://www.grantthornton.global/globalassets/1.-member-firms/global/insights/insight-content-blocks-and-media/ifrs/ifrs-13/insights-into-ifrs-13-2021.pdf> (Hämtad: 4 december 2025).

IFRS Foundation (2011) *IFRS 13 Fair Value Measurement*. Tillgänglig på:

<https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/> (Hämtad: 19 november 2025).

IFRS Foundation (2011) *IFRS 13: Fair Value Measurement*. International Accounting Standards Board. Tillgänglig på:

<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2022/issued/part-a/ifrs-13-fair-value-measurement.pdf> (Hämtad: 4 december 2025).

Kinnevik AB. (2024). *Års- och hållbarhetsredovisning 2024*. Kinnevik AB.

Kinnevik (2024a) *Delårsrapport Q3 2024*. Tillgänglig på:

<https://www.kinnevik.com/files/mfn/39b34b3e-a09c-4253-9543-4fe3c6f68490/q3-2024-s.pdf> (Hämtad: 17 november 2025).

Kinnevik (2024b) *Financial key ratios*. Tillgänglig på:

<https://www.kinnevik.com/investor-relations/invest-in-kinnevik/financial-key-ratios/> (Hämtad: 17 november 2025).

Kinnevik (2024c) *Kinneviks delårsrapport 1 januari – 30 september 2024*. Tillgänglig på:

<https://www.kinnevik.com/sv/investerare/pressmeddelanden/2024/kinneviks-delarsrapport-1-januari-30-september-2024> (Hämtad: 17 november 2025).

Kinnevik (2024d) *Kinneviks delårsrapport 1 januari – 31 mars 2024*. Tillgänglig på:

<https://www.kinnevik.com/sv/investerare/pressmeddelanden/2024/kinneviks-delarsrapport-1-januari-31-mars-2024/> (Hämtad: 17 november 2025).

Kinnevik (2024e) *Höjdpunkter Q3 2024*. Tillgänglig på:

<https://www.kinnevik.com/sv/investerare/rapporter-presentationer/2024/hojdpunkter-q3-2024/> (Hämtad: 17 november 2025).

Kinnevik (2025) *Delårsrapport Q4 2024*. Tillgänglig på:

<https://www.kinnevik.com/files/mfn/55934700-6623-40ee-9665-d9bfbb6e7b7f/q4-2024-en.pdf> (Hämtad: 19 november 2025).

Landsman, W. R. (2007). Is Fair Value Accounting Information Relevant and Reliable? Evidence from Capital Market Research, *Accounting and Business Research*, vol. 37, no. sup1, pp.19–30
<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/bth,34151631>

Li, F. (2008) ‘Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence’, *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), ss. 221–247.
<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edswss,000258089600005>

Mahieux, L. (2024). Fair Value Accounting, Illiquid Assets, and Financial Stability, *Management Science*, vol. 70, no. 1, pp.544–566 <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edb,174757865>

Merkel-Davies, D.M. & Brennan, N.M. (2007) ‘Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?’, *Journal of Accounting Literature*, 27, ss. 116–196.
https://www.researchgate.net/publication/228238714_Discretionary_Disclosure_Strategies_in_Corporate_Narratives_Incremental_Information_or_Impression_Management

Merkel-Davies, D. & Brennan, N. (2013). *Accounting Narratives and Impression Management*. In *The Routledge Companion to Accounting Communication*.
https://www.researchgate.net/publication/228307185_Accounting_Narratives_and_Impression_Management

Merkel-Davies, D.M. & Brennan, N.M. (2017) ‘A theoretical framework of external accounting communication: Research perspectives, traditions, and theories’, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(2), ss. 433–469.
<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edswss,000398113700009?sid=5280272>

Meyer, J. & Rowan, B. (1977). *Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony*. *American Journal of Sociology*.
<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edswss,A1977DW68100004>

Milbradt, K. (2012). *Level 3 assets: Booking profits and concealing losses*. Review of Financial Studies, 25(1), 55–95. <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edsjsr.edsjsr.41302013>

Ogden, S. & Clarke, J. (2005) ‘Customer disclosures, impression management and the construction of legitimacy’, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 18(3), ss. 313–345. <https://www.emerald.com/aaaj/article-abstract/18/3/313/910/Customer-disclosures-impression-management-and-the?redirectedFrom=fulltext>

Omni Ekonomi (2025a) *Inga återköp trots kassan – signalerar minskat förtroende*. Tillgänglig på: <https://omniekonomi.se/inga-aterkop-trots-kassan-signalerar-minskat-fortroende/a/gwV480> (Hämtad: 19 november 2025).

Omni Ekonomi (2025b) *Storägaren: vd-byte kan ligga i farans riktning*. Tillgänglig på: <https://omniekonomi.se/storagaren-om-vd-byte-kan-ligga-i-farans-riktning/a/Xjvykm> (Hämtad: 19 november 2025).

Power, M. (1999). *The Audit Society: Rituals of Verification*. Oxford University Press. <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/cat02271a.atoz.ebs1002945e>

Rahm, H., Sandell, N. & Svensson, P. (2020) ‘Corporate dreams: Appropriate aspirations and the building of trust in annual reports’, *Studies in Communication Sciences*, 20(1), ss. 77–91. <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edsswe.edsswe.oai.DiVA.org.kau.102396>

Ratos AB. (2024). *Års- och hållbarhetsredovisning 2024*. Ratos AB.

Röko AB. (2024). *Årsredovisning 2024*. Röko AB.

SCB (2025). *Aktieägarstatistik*. <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/aktieagarstatistik/aktieagarstatistik/pong/statistiknyhet/aktieagarstatistik-forsta-halvaret-2025/> (Hämtad: 2 december 2026).

Staw, B., McKechnie, P. & Puffer, S. (1983) ‘The justification of organizational performance’, *Administrative Science Quarterly*, 28(4), ss. 582–600. <https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edsjsr.edsjsr.10.2307.2393010>

Storskogen Group AB. (2024). *Års- och hållbarhetsredovisning 2024*. Storskogen Group AB.

Suchman, M.C. (1995) 'Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches', *Academy of Management Review*, 20(3), ss. 571–610.

https://www.researchgate.net/publication/273070350_Managing_Legitimacy_Strategic_and_Institutional_Approaches_Academy_of_Management_Review_20_571-611

Sundgren, S., Mäki, J. & Somoza-López, A. (2018). Analyst Coverage, Market Liquidity and Disclosure Quality: A Study of Fair-Value Disclosures by European Real Estate Companies Under IAS 40 and IFRS 13, *The International Journal of Accounting*, vol. 53, no. 1, pp.54–75
<https://finn.lub.lu.se/EdsRecord/edselc,edselc.2-52.0-85042349716>

Svenska Dagbladet (2024) *Kinneviks vd självkritisk men försvarar strategi*. Tillgänglig på:
<https://www.svd.se/a/wgv5gG/kinneviks-vd-sjalkvritisk-men-forsvarar-strategi> (Hämtad: 18 november 2025).

Swedbank (2024) *Analys 10 juli 2024*. Tillgänglig på:
<https://www.swedbank-aktiellt.se/analyser/2024/07/10/> (Hämtad: 17 november 2025).

10. Bilagor

Bilaga 1. Översikt av genomförda databassökningar.

Sökord	Antal träffar
impression management	49 762
narrative disclosures	14 897
annual report impression management	618
selective disclosure	10 420
legitimacy	293 217
legitimacy theory	52 312
legitimacy AND accounting	6 327
IFRS 13	2 891
fair value accounting	12 804
Samtliga sökresultat är hämtade från Lunds universitets söktjänst Finn. https://finn.lub.lu.se	

Bilaga 2. Samtliga kodade textutdrag från årsredovisningar.

Företag	Kod	Citat	Avsnitt	Sidnummer
EQT	Ton och Retorik	"Syftesdriven global investeringsorganisation"	Introduktion	s.6
EQT	Ton och Retorik	"aktivt ägande, ansvarsfulla investeringar och utveckling av företag och tillgångar"	Introduktion	s.6
EQT	Ton och Retorik	"track record av stabil och attraktiv avkastning"	Bolagsstyrning	s.172
EQT	Ton och Retorik	"Marknadsaktiviteten runt om i världen ökar"	VD-kommentar	s.14
EQT	Ton och Retorik	"unika möjligheter att förvärva bra bolag till attraktiva värderingar"	VD-kommentar	s.14
EQT	Ton och Retorik	"Under 2024 såg vi en ökad aktivitetsnivå, och vi tror att det finns en väg mot fortsatt förbättring"	VD-kommentar	s.14
EQT	Ton och Retorik	"träder in i sitt fjärde decennium som en global ledare inom aktivt ägande"	Introduktion	s.5
EQT	Ton och Retorik	"vara den mest välnummerade investeraren och ägaren"	Introduktion	s.3
EQT	Ton och Retorik	"väl positionerat för fortsatt framgång"	Strategi	s.15
EQT	Ton och Retorik	"leverera hållbart, långsiktigt värde"	Strategi	s.15
EQT	Ton och Retorik	"subjektiv bedömning"	Finansiella noter (verkligt värde)	s.61
EQT	Tematisk selektion	"enkel och skalbar"	EQT:s strategi & finansiella modell	s.24
EQT	Tematisk selektion	"förvaltningsavgifter och carried interest samt investeringsintäkter"	EQT:s strategi & finansiella modell	s.24
EQT	Tematisk selektion	"att skala upp över tid"	EQT:s strategi & finansiella modell	s.26
EQT	Tematisk selektion	"tidigt skede av skalbarhet och lönsamhet"	EQT:s strategi & finansiella modell	s.29
EQT	Tematisk selektion	"potential för högre avkastning"	Privata marknader	s.20
EQT	Tematisk selektion	"strukturell tillväxt"	Privata marknader	s.21
EQT	Läsbarhet	"entreprenörsanda"	Introduktion	s.5
EQT	Läsbarhet	"ägarmodell"	Introduktion	s.5
EQT	Läsbarhet	"framfidsäkring"	Introduktion	s.7
EQT	Läsbarhet	"antaganden om prissättning, aktuellt ekonomiskt läge och konkurrenssituation samt riskerna knutna till den specifika finansiella tillgången"	Finansiella noter	s.61
EQT	Visuell och strukturell manipulation	"En differentierad ledare inom aktivt ägande"	Introduktion	s.5
EQT	Visuell och strukturell manipulation	"EQT:s tillväxtpotential"	Strategi	s.28
EQT	Visuell och strukturell manipulation	"EQT Playbook"	Strategiska illustrationer	s.32
EQT	Visuell och strukturell manipulation	"Tematisk investeringsstrategi"	Strategiska illustrationer	s.34
EQT	Visuell och strukturell manipulation	"Local-with-local"	Strategiska illustrationer	s.37
EQT	Jämförelser	"Periodens intäkter ökade till 2 652,6 MEUR (2 122,4 MEUR)"	Förvaltningsberättelse	s.51
EQT	Jämförelser	"Carried interest och investeringsintäkter uppgick till 548,7 MEUR (156,3 MEUR)"	Förvaltningsberättelse	s.51
EQT	Jämförelser	"Nettoskuden uppgick till 976,0 MEUR (886,0 MEUR i nettoskuld)"	Förvaltningsberättelse	s.52
EQT	Jämförelser	"Privata marknader har historiskt genererat högre avkastning än publika marknader"	Privata marknader	s.20
EQT	Attribution	"ytterligare investeringar från EQT AB-koncernen i EQT-fonder"	Förvaltningsberättelse	s.51
EQT	Attribution	"Valutapåverkan... uppgick till negativt 1,0 MEUR"	Förvaltningsberättelse	s.51
EQT	Attribution	"bedömning av antagandena som speglar vad marknadsaktörerna skulle använda"	Finansiella noter	s.61
EQT	Pragmatisk legitimitet	"skapa exceptionell avkastning till EQT:s investerare"	Introduktion	s.3
EQT	Pragmatisk legitimitet	"tre strategier för privata investerare"	Förvaltningsberättelse	s.52
EQT	Moralisk legitimitet	"hållbara processer och rättvisa affärsmetoder"	Bolagsstyrning	s.172
EQT	Moralisk legitimitet	"För vissa investeringar, främst inom fastigheter, anlitat externa värderare"	Finansiella noter	s.78
Kinnevik	Ton och retorik	"utmanande, men också ett givande år"	Ordförandeord	s.11
Kinnevik	Ton och retorik	"banade väg för en ljusare framtid"	Ordförandeord	s.11
Kinnevik	Ton och retorik	"högpresterande"	VD-kommentar	s.12
Kinnevik	Ton och retorik	"välfinansierad"	VD-kommentar	s.12
Kinnevik	Ton och retorik	"det uppskattade värdet på dessa investeringar kan fluktueras kraftigt"	Finansiella noter (värderingsrisk)	s.95
Kinnevik	Ton och retorik	"volatil"	Finansiella noter (värderingsrisk)	s.95
Kinnevik	Tematisk selektion	"har nu en mer fokuserad portfölj med meningsfullt ägande i lovande bolag"	Ordförandeord	s.11
Kinnevik	Tematisk selektion	"är redan på god väg att etablera sig som lönsamma och mogna bolag"	Ordförandeord	s.11
Kinnevik	Tematisk selektion	"Av Kinneviks portföljvärde... var 96 procent investerat i noterade portföljbolag"	Finansiella noter (värderingsrisk)	s.95
Kinnevik	Tematisk selektion	"är snabbväxande, går med förlust och har en finansiell utveckling som kan vara volatil"	Finansiella noter (värderingsrisk)	s.95
Kinnevik	Tematisk selektion	"kan avvika kraftigt från förväntningar"	Finansiella noter (värderingsrisk)	s.95
Kinnevik	Läsbarhet	"värderingstekniker"	Finansiella noter	s.67-71

EQT (2024)

Kinnevik (2024)

Ratos (2024)

Röko (2024)

Storskogen (2024)

Bilaga 2 (forts.). Samtliga kodade textutdrag från årsredovisningar.

Kinnevik	Läsbarhet	"likvidationspreferenser"	Finansiella noter	s. 74
Kinnevik	Läsbarhet	"värderingsmetoder som används är primärt multiplar av bolagens brutoförsäljning, nettoförsäljning och resultat"	Finansiella rapporter (IFRS 13)	s. 71
Kinnevik	Visuell och strukturell manipulation	"mer fokuserad"	Ordförandeord	s. 11
Kinnevik	Visuell och strukturell manipulation	"lovande bolag"	Ordförandeord	s. 11
Kinnevik	Visuell och strukturell manipulation	"kännehav och andra stora onoterade portföljbolag"	Finansiella rapporter (IFRS 13)	s. 71
Kinnevik	Visuell och strukturell manipulation	"Värde drivare i den onoterade portföljen"	Finansiella rapporter (IFRS 13)	s. 72
Kinnevik	Jämförelser	"Vid utgången av 2024 uppgick vårt substansvärde till 39,2 Mdkr... en minskning med 5 procent"	VD-kommentar	s. 12
Kinnevik	Jämförelser	"NTM R Multipel Förändring 2024"	Finansiella rapporter (IFRS 13)	s. 71
Kinnevik	Attribution	"Jag anser att vi avsevärt har förbättrat vår investeringsprocess och vårt beslutsfattande och att det arbetet nu visar tidiga tecken på begynnande framgång"	Ordförandeord	s. 11
Kinnevik	Attribution	"vi har nu en mer fokuserad portfölj"	Ordförandeord	s. 11
Kinnevik	Attribution	"har en finansiell utveckling som kan vara volatil"	Finansiella noter (värderingsrisk)	s. 95
Kinnevik	Attribution	"kan fluktuera kraftigt"	Finansiella noter (värderingsrisk)	s. 95
Kinnevik	Attribution	"avvika kraftigt från förväntningar"	Finansiella noter (värderingsrisk)	s. 95
Kinnevik	Pragmatisk legitimitet	"banade väg för en ljusare framtid för Kinneviks aktieägare"	Ordförandeord	s. 11
Kinnevik	Pragmatisk legitimitet	"en mer fokuserad portfölj med meningsfullt ägande i lovande bolag"	Ordförandeord	s. 11
Kinnevik	Pragmatisk legitimitet	"generera avkastning både i form av direktavkastning och värdestegring"	Finansiella noter	s. 66
Kinnevik	Moralisk legitimitet	"Det är viktigt att ta ansvar för de senaste årens svårigheter"	Ordförandeord	s. 11
Kinnevik	Moralisk legitimitet	"Båda har redan bevisat sitt värde när det gäller att konstruktivt men kraftfullt förbättra vår disciplin och vårt fokus"	Ordförandeord	s. 11
Kinnevik	Moralisk legitimitet	"Värderingarna diskuteras med finansdirektör och VD... och godkänns... innan den godkänns vid ett möte där bolagets externa revisorer närvarar"	Finansiella noter	s. 67
Storskogen	Ton och retorik	"på ett imponerande sätt anpassat sina verksamheter"	VD-ord	s. 6
Storskogen	Ton och retorik	"är ett bevis på att steg har tagits i rätt riktning"	VD-ord	s. 6
Storskogen	Ton och retorik	"vill rustade för framtiden"	VD-ord	s. 7
Storskogen	Ton och retorik	"för framtida tillväxt"	VD-ord	s. 6
Storskogen	Ton och retorik	"starka"	VD-ord	s. 6
Storskogen	Ton och retorik	"förstärkt"	VD-ord	s. 7
Storskogen	Ton och retorik	"stabil och jämn resultatutveckling genom konjunkturykler"	Strategi och affärsmodell	s. 12
Storskogen	Ton och retorik	"på god väg"	VD-ord	s. 6
Storskogen	Ton och retorik	"goda förutsättningar"	VD-ord	s. 7
Storskogen	Ton och retorik	"nedskrivningar om 550 MSEK"	Finansiella noter (goodwillnedskrivningar)	s. 90
Storskogen	Tematisk selektion	"kassaflöde från den löpande verksamheten uppgick till 3 098 MSEK"	Introduktion	s. 5
Storskogen	Tematisk selektion	"automation och digitalisering"	Introduktion	s. 5
Storskogen	Tematisk selektion	"vilköpta bolag med en EBITA inom intervallet 20-50 miljoner SEK"	VD-ord	s. 6
Storskogen	Läsbarhet	"räntebärande nettoskuld/justerad RTM EBITDA"	Strategi och affärsmodell	s. 13
Storskogen	Läsbarhet	"organiska EBITA-tillväxt var -3 procent"	Strategi och affärsmodell	s. 13
Storskogen	Visuell och strukturell manipulation	"Stabil tillväxt och motståndskraft"	Strategi och affärsmodell	s. 12
Storskogen	Visuell och strukturell manipulation	"En strategi för tillväxt"	Introduktion	s. 5
Storskogen	Jämförelser	"Justerad EBITA uppgick till 3 229 MSEK (3 238)"	Introduktion	s. 5
Storskogen	Jämförelser	"översteg målet om 70 procent"	Strategi och affärsmodell	s. 13
Storskogen	Jämförelser	"2,3 ggr jämfört med 2,5 ggr året innan, vilket ligger inom målsättningen på 2-3 ggr"	Strategi och affärsmodell	s. 13
Storskogen	Jämförelser	"stärktes sekventiellt under året"	Strategi och affärsmodell	s. 13
Storskogen	Attribution	"operationella initiativ som förbättrade lönsamheten"	VD-ord	s. 6
Storskogen	Attribution	"inflationstryck"	VD-ord	s. 6
Storskogen	Attribution	"dämpad konsumentefterfrågan"	VD-ord	s. 6
Storskogen	Attribution	"geopolitisk oro"	VD-ord	s. 6
Storskogen	Pragmatisk legitimitet	"lönsam tillväxt och motståndskraft"	Strategi och affärsmodell	s. 12
Storskogen	Pragmatisk legitimitet	"exponering mot små och medelstora onoterade bolag"	Strategi och affärsmodell	s. 14
Storskogen	Pragmatisk legitimitet	"beprovad förvärsmodell"	Strategi och affärsmodell	s. 14
Storskogen	Pragmatisk legitimitet	"utdelning om 0,10 SEK/aktie"	Introduktion	s. 5
Storskogen	Moralisk legitimitet	"gemensamma ramverk för finansiell styrning"	Strategi och affärsmodell	s. 11

EQT (2024)

Kinnevik (2024)

Ratos (2024)

Röko (2024)

Storskogen (2024)

Bilaga 2 (forts.). Samtliga kodade textutdrag från årsredovisningar.

Storskogen	Moralisk legitimitet	"tydliga förvärvskriterier"	Strategi och affärsmodell	s. 14
Storskogen	Moralisk legitimitet	"långsiktighet och stabilitet"	Strategi och affärsmodell	s. 11
Ratos	Ton och retorik	"Under 2024 togs viktiga steg genom samgåenden ... rekonstruktionen i Plantasjen"	VD-ord	s. 19
Ratos	Ton och retorik	"Våra underliggande resultat är de bästa hittills sedan Ratos blev en resultatdrivande koncern"	VD-ord	s. 19
Ratos	Ton och retorik	"samtliga segment utom Consumer ökade sina resultat och kassaflödena fortsatte att vara starka"	VD-ord	s. 19
Ratos	Ton och retorik	"Ratos står starkt inför 2025"	VD-ord	s. 19
Ratos	Ton och retorik	"kommer förbättras"	VD-ord	s. 19
Ratos	Ton och retorik	"Avslutningsvis vill jag tacka alla Ratosbolagens medarbetare... Jag vill även passa på att tacka våra kunder som visat förtroende"	VD-ord	s. 19
Ratos	Tematisk selektion	"marknader med stark underliggande tillväxt"	Förvaltningsberättelse	s. 41
Ratos	Tematisk selektion	"Allt arbete baseras på fakta och analyser, snarare än antaganden"	Ratos Business System	s. 24
Ratos	Tematisk selektion	"Under 2024 togs viktiga steg genom samgåendena ... samt med rekonstruktionen i Plantasjen"	VD-ord	s. 19
Ratos	Tematisk selektion	"entreprenörskap, företagsutveckling och samhällsengagemang"	Förvaltningsberättelse	s. 40
Ratos	Läsbarhet	"Våra underliggande resultat är de bästa hittills sedan Ratos blev en resultatdrivande koncern"	VD-ord	s. 19
Ratos	Läsbarhet	"fortsatte att vara starka i en marknad som varit avaktande"	VD-ord	s. 19
Ratos	Läsbarhet	"marknadsmässiga, verksamhetsrelaterade och transaktionsrelaterade risker"	Förvaltningsberättelse	s. 41
Ratos	Läsbarhet	"omvärldshändelser och den makroekonomiska utvecklingen"	Förvaltningsberättelse	s. 41
Ratos	Läsbarhet	"externa och interna regelverk"	Bolagstyrringsrapport	s. 72
Ratos	Läsbarhet	"Vägleddning för organisationen och medarbetarna"	Bolagstyrringsrapport	s. 72
Ratos	Visuell och strukturell manipulation	"425, 702, 1 468, ... 2 329"	Mål och måluppfyllelse	s. 24
Ratos	Visuell och strukturell manipulation	"3 600"	Mål och måluppfyllelse	s. 24
Ratos	Visuell och strukturell manipulation	"Omsättningsstillväxt -9% (-8%)"	Affärsområden (Consumer)	s. 37
Ratos	Visuell och strukturell manipulation	"ROCE -7,1% (-1,3%)"	Affärsområden (Consumer)	s. 37
Ratos	Visuell och strukturell manipulation	"Syntetiska optioner 190 MSEK, ... Villkorade köpeskillingar 112 MSEK"	Finansiella noter (verkligt värde)	s. 122
Ratos	Jämförelser	"samtliga segment utom Consumer ökade sina resultat"	VD-ord	s. 19
Ratos	Jämförelser	"justerade EBITA för 2024 uppgick till 2 329 MSEK (2 244)"	Finansiella noter (Eget kapital)	s. 125
Ratos	Jämförelser	"Ratosaktien utvecklades ... med -10 procent" medan "SIX Return Index" var 9 procent	Ratosaktien	s. 28
Ratos	Attribution	"våra underliggande resultat är de bästa hittills"	VD-ord	s. 19
Ratos	Attribution	"Sammanfattningsvis är Ratos Business System ... ett helhetstänkande som ... driver framgång"	Ratos Business System	s. 24
Ratos	Attribution	"omvärldshändelser och den makroekonomiska utvecklingen"	Förvaltningsberättelse	s. 41
Ratos	Pragmatisk legitimitet	"skapa maximalt värde"	Ratos Business System	s. 24
Ratos	Pragmatisk legitimitet	"en låg kapitalkostnad"	Ratos Business System	s. 24
Ratos	Pragmatisk legitimitet	"Ratos står starkt inför 2025"	VD-ord	s. 19
Ratos	Pragmatisk legitimitet	"Styrelsen föreslår en ordinarie utdelning om 1,35 SEK per A- och B-aktie..."	Ratosaktien	s. 28
Ratos	Moralisk legitimitet	"präglade verksamhet och uppförande"	Bolagstyrringsrapport	s. 72
Ratos	Moralisk legitimitet	"Ratos tillämpar Svensk kod för bolagstyrring... och redovisar inte några avvikelser"	Bolagstyrringsrapport	s. 72
Röko	Ton och retorik	"Röko är en evig ägare av nischbolag"	Röko i korthet (VD-kommentar)	s. 4
Röko	Ton och retorik	"tagit in 4,5 miljarder SEK i kapital från aktieägarna fram till sommaren 2023 och därefter finansierats med egna medel"	Röko i korthet (VD-kommentar)	s. 4
Röko	Ton och retorik	"att genom en decentraliserad styrning och minimal byråkrati vara en bra evig ägare av små och medelstora bolag"	Röko i korthet (VD-kommentar)	s. 4
Röko	Ton och retorik	"Styrelsen och verkställande direktören ... får härmed avge årsredovisning över moderbolagets och koncernens verksamhet"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Ton och retorik	"Röko är en evig ägare av lönsamma nischbolag"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Tematisk selektion	"lönsamma nischbolag"	Röko i korthet (VD-kommentar)	s. 4
Röko	Tematisk selektion	"självtändighet, ansvar, snabbt beslutsfattande och konsekvent rapportering"	Affärsidé	s. 5
Röko	Tematisk selektion	"Röko investerar i bolag som bevisat sig på sina respektive marknader och som söker en ny ägare med ett verkligt långsiktigt perspektiv"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Tematisk selektion	"baserade i Nederländerna, Tyskland, Belgien och Frankrike"	Röko i korthet (VD-kommentar)	s. 4
Röko	Tematisk selektion	"Styrelse och koncernledning arbetar löpande med riskhantering ... vilka omfattar strategiska, operationella, finansiella samt legala risker"	Riskavsnitt	s. 13
Röko	Tematisk selektion	"diversifierad"	Riskavsnitt	s. 13
Röko	Läsbarhet	"vi har ett evigt ägarperspektiv"	Affärsidé	s. 5
Röko	Läsbarhet	"arbetar långsiktigt tillsammans med minoritetsägare samt självständiga bolagsledningar"	Affärsidé	s. 5
Röko	Läsbarhet	"vi förvärvar bolag som genererat vinst och positiva kassaflöden i flera år"	Affärsidé	s. 5

EQT (2024)

Kinnevik (2024)

Ratos (2024)

Röko (2024)

Storskogen (2024)

Bilaga 2 (forts.). Samtliga kodade textutdrag från årsredovisningar.

Röko	Läsbarhet	"Styrelsen och verkställande direktören för Röko AB (publ)... får härmed avge årsredovisning över moderbolagets och koncernens verksamhet under räkenskapsåret 2024"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Läsbarhet	"I samband med att Röko startades under 2019 ingicks ett aktieägaravtal ... för bolagets upplösning"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Visuell och strukturell manipulation	"Under 2024 ökade omsättningen med 10% till 6 182 MSEK"	Röko i korthet (VD-kommentar)	s. 4
Röko	Visuell och strukturell manipulation	"Adj. EBITA... 17% till 1 227 MSEK"	Röko i korthet (VD-kommentar)	s. 4
Röko	Visuell och strukturell manipulation	"Rökos affärsidé och mål"	Förvaltningsberättelse	s. 5
Röko	Visuell och strukturell manipulation	"Investeringsfilosofi"	Förvaltningsberättelse	s. 5
Röko	Visuell och strukturell manipulation	"Styrning"	Förvaltningsberättelse	s. 5
Röko	Visuell och strukturell manipulation	"Risker och riskhantering"	Riskavsnitt	s. 13
Röko	Jämförelser	"Under 2024 ökade omsättningen med 10% till 6 182 MSEK"	Röko i korthet (VD-kommentar)	s. 4
Röko	Jämförelser	"Avkastning på sysselsatt kapital uppgick till 14,4% (13,1%)"	Röko i korthet (VD-kommentar)	s. 4
Röko	Jämförelser	"Avkastning på sysselsatt kapital exklusive immateriella tillgångar relaterade till förvärv uppgick till 204% (179%)"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Attribution	"Bolagen har arbetat med att förbättra sina rörelsemarginaler under året och vi kan se att det har gett effekt på koncernnivå"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Attribution	"12 bolag har upplevt vikande omsättning under året, vilket är hänförligt till en allmänt svag konjunktur som drabbat många industrier"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Attribution	"De största riskfaktorerna för Röko är den allmänna konjunkturen, ... och strukturella förändringar på de olika marknaderna där Röko verkar"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Pragmatisk legitimitet	"Röko har fram till 31 december 2024 förvärvat 28 bolag i åtta olika länder"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Pragmatisk legitimitet	"Röko har en stark finansiell ställning och utrymme för tillväxt genom förvärv"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Moralisk legitimitet	"Röko tar personalens välmående, hållbarhet och miljöpåverkan på stort allvar"	Förvaltningsberättelse	s. 15
Röko	Moralisk legitimitet	"Röko har under 2023 och, framförallt, 2024 förberett för att omfattas av Corporate Sustainability Reporting Directive med start 2025"	Risker och riskhantering	s. 14
Röko	Moralisk legitimitet	"lagt en tydlig plan för implementering av nya rapporteringsrutiner om hållbarhetsfrågor"	Risker och riskhantering	s. 14

EQT (2024)

Kinnevik (2024)

Ratos (2024)

Röko (2024)

Storskogen (2024)