

Några kommentarer avseende tillämpningen av Black & Scholes värderingsmodell för optioner i AB Havsfrun.

En värderingsmodell för optioner som vid alla finansiella värderingar fått stort genomslag är den som utvecklades av Stanley Black, Myron Scholes och –senare även- Robert Merton. Den belönades 1997 med Nobelpriset och har sedermera vidareutvecklats även av andra forskare i en lång rad olika varianter.

Black & Scholes modell, med alla dess underliggande varianter, är de facto fundamentet i all modern optionsvärdering och används i otaliga sammanhang inte minst vid riktade emissioner av optioner.

Man kan jämföra med modeller för värdering av företags aktier. Vissa modeller för aktievärdering utgår från resultaträkningen, andra från balansräkningen och ytterligare andra från annat. Vissa värderingar arbetar med P/E, eller förväntat P/E, andra med P/B eller förväntat/justerat P/E eller exempelvis priset i förhållande till cash flow. Ingendera modellen ger ändå perfekta värden, vare sig exakta marknadsvärden eller annat. På samma sätt förhåller det sig med optionsvärdering enligt Black & Scholes. En sådan modell ger alltid ett på visst sätt beräknat 'teoretiskt värde' i förhållande till vissa förutsättningar.

I föreliggande värdering har Black & Scholes formel tillämpats utan modifiering och värdet har sålunda uppskattats på det sätt som framgår av styrelsens fullständiga förslag till årsstämman. Detta följer i princip välkänd och vedertagen metodik. Samtidigt bör man minnas att det finns svagheter i alla olika slags teoretiska värderingar. All teoretisk värdering lider av svagheter, inte minst – enkelt uttryckt - att teori och praktik inte alltid stämmer överens perfekt. Dessutom vidareutvecklas all teori ständigt och utvecklingen inom optionsområdet har heller inte avstannat. Det kommer kontinuerligt nya modifikationer och alternativa ansatser. Det finns alltså mer förfinade ansatser än Black & Scholes standardmodell, men samtidigt blir resultaten då mer känsliga för andra förutsättningar och antaganden. Även vid forskningsfronten förekommer livliga dispyter. En fullständigt uttömmande teoretisk utredning som är helt anpassad till de praktiska förutsättningarna i vårt fall synes inte vara genomförbar.

Det är därför samtidigt viktigt att man som komplement till de teoretiska beräkningarna även gör en fri bedömning på underlag av sunt förnuft hur utfallet av desamma blir vid olika praktiska situationer. De till bolagsstämman redovisade motiven, underlaget och konsekvensberäkningarna är utförliga. Inte minst bilaga 7 i styrelsens förslag ger en mycket fyllig bild av följderna och styrelsen menar att de olika utfallen, kopplade till ett tak för utfallet, gör att programmet som helhet inte bara teoretiskt utan också praktiskt synes fullt tillrädligt.

Sammanfattningsvis har styrelsen sålunda vid värderingen av optionerna fått göra en del avvägningar och bedömningar, även vissa förenklingar, och har slutligen stannat vid vad som ibland beskrivs som en 'naiv' men 'robust' värderingsmodell, nämligen den traditionella Black & Scholes modellen utan modifieringar. Vi anser att skälen för detta är fullt tillräckliga. Såvitt kan bedömas följer Havsfrun gott och väl vedertagen praxis vid optionsvärdering.

Stockholm i april 2007
AB HAVSFRUN
Styrelsen