



LUNDS UNIVERSITET  
Ekonomihögskolan

FEKK01  
Kandidatuppsats  
Vt 2011

## Aktieägarförmåner

*-ett outnyttjat sätt för svenska företag att vinna långsiktiga ekonomiska fördelar genom att göra en aktieinvestering mer attraktiv för privatpersoner eller en hög administrativ kostnad som kostar mer än den smakar?*

**Handledare**  
Mats Persson

**Författare**  
Maja Ekman  
Kim Jensen

## *Författarnas tack*

Vi vill inleda med att rikta ett stort tack till tack till *Åsa Hovemyr, Lars Lundblad, Mats Sjöholm* samt *Björn Tibell* som genom sin intervju medverkan hjälpt till att förverkliga vår vision om att kartlägga aktieägarförmåner på den svenska marknaden.

Vi vill även tacka vår handledare och bollplank *Mats Persson*.

*Jonas Bjerneling* vill vi rikta ett tack till då han varit till stor hjälp vid framtagandet av den juridiska delen.

Slutligen vill vi tacka *Kresten Jensen* som genom sin aktiekunskap varit till oerhörd hjälp vid insamlandet av aktiedata.

# Abstrakt

<b>Uppsatsens titel:</b>	Aktieägarförmåner <i>- ett outnyttjat sätt för svenska företag att vinna långsiktiga ekonomiska fördelar genom att göra en aktieinvestering mer attraktiv för privatpersoner eller en hög administrativ kostnad som kostar mer än den smakar?</i>
<b>Seminariedatum:</b>	2011-06-03
<b>Kurs:</b>	FEKK01; <i>Examensarbete Kandidatnivå</i>
<b>Författare:</b>	Maja Ekman Kim Jensen
<b>Handledare:</b>	Mats Persson
<b>Nyckelord:</b>	Aktieägarförmåner Rabatter Mervärde Avkastning Utdelning Beskattning
<b>Grundläggande antaganden:</b>	Effektiv marknad Rationella investerare
<b>Syfte:</b>	Det syfte vi kommer att ämna denna uppsats är att kartlägga fenomenet aktieägarförmåner i Sverige. Vi vill undersöka hur dessa förmånssystem idag fungerar i praktiken, hur pass vanliga de är och vilka drivkrafter som ligger bakom införandet av dem.
<b>Metod:</b>	Metoden för största delen av den empiriska delen är kvalitativa, halvstrukturerade intervjuer. Det finns även en kvantitativ del där investerarperspektivet skildras genom historiska aktiedata.
<b>Teoretiska perspektiv:</b>	Relationsmarknadsföring Utdelningsteori Signalteori
<b>Empiri:</b>	Insamlad information om aktieägarförmåner i praktiken, via offentlig information från berörda företag samt intervjuer. Historiska aktiedata från bl. a. årsredovisningar.
<b>Resultat:</b>	Vi ser aktieägarförmåner som ett outnyttjat sätt för svenska företag att vinna långsiktiga ekonomiska fördelar genom att göra en aktieinvestering mer attraktiv för privatpersoner.

## Abstract

<b>Title:</b>	Shareholder Perks <i>- an unused way for Swedish companies to gain long term economic advantages through making an investment in their share more attractive for private investors or a high administrative expense that costs more than it is worth?</i>
<b>Seminar date:</b>	2011-06-03
<b>Course:</b>	FEKK01, <i>Bachelor Thesis in Business Administration</i>
<b>Authors:</b>	Maja Ekman Kim Jensen
<b>Advisor:</b>	Mats Persson
<b>Keywords:</b>	Shareholder perks Discounts Surplus value Return Dividend Taxation
<b>Fundamental assumptions:</b>	Efficient market Rational investor
<b>Purpose:</b>	The purpose of this thesis is to chart the occurrence of shareholder perks in Sweden. We want to study how the perks are designed, how they work, how common they are and the motives behind their initiation.
<b>Methodology:</b>	The method for the main part of the empirical section is qualitative semi-structured interviews. There is also a quantitative part where the investor's perspective is studied through historical share rates.
<b>Theoretical perspectives:</b>	Relationship marketing Dividend theory Signal theory
<b>Empirical foundation:</b>	Information about how shareholder perks work, collected from public information from the selected companies, along with interviews. Historical share statistics from annual reports and other sources.
<b>Conclusion:</b>	The conclusion we have drawn is that shareholder perks is a smart way for Swedish companies to gain long term economic advantages through making an investment in their share more attractive for private investors.

## Innehållsförteckning

1. Inledning	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Problemdiskussion	7
1.3 Syfte	9
1.4 Avgränsningar	9
2. Metod	10
3. Teoretisk referensram	13
3.1 Relationsmarknadsföring	13
3.2 Utdelningsteori	14
3.3 Signalteori	15
4. Empiri	16
4.1 Företagsledningsperspektivet	16
4.1.1 SAS	16
4.1.2 Rezidor Hotel Group	19
4.1.3 SkiStar	22
4.1.4 New Wave Group	25
4.1.5 2E Group	28
4.2 Investerarperspektivet	31
4.2.1 SAS	31
4.2.2 Rezidor Hotel Group	33
4.2.3 SkiStar	35
4.2.4 New Wave Group	36
4.2.5 2E Group	37
4.2.6 Jämförelse av kursutvecklingen mellan OMX Stockholm Mid Cap PI och SAS, Rezidor Hotel Group, SkiStar samt New Wave Group	39
4.3 Beskattningsperspektivet	39
4.4 Det redovisningsmässiga perspektivet	41
5. Analys	43
5.1 Företagsledningsperspektivet	43
5.2 Investerarperspektivet	50
5.3 Beskattningsperspektivet	53
5.4 Det redovisningsmässiga perspektivet	54
6. Slutsatser	56
7. Referenser	59
8. Bilagor	64
8.1 Bilaga 1 – Frågor som ställts till företagen	64
8.2 Bilaga 2 – Jämförelse av kursutvecklingen mellan OMX Stockholm Mid Cap PI och SAS, Rezidor Hotel Group, SkiStar samt New Wave Group	67

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

Den 6 mars år 2000 var inte bara dagen då svenska aktiesparare förlorade miljoner på grund av att den så kallade *IT-bubblan* sprack.<sup>1</sup> Denna dag skulle även komma att ge bestående förändringar för ägandestrukturen på de svenska börserna. Allt sedan ”bubblan” sprack har det enskilda direktägandet i aktier reducerats. En reduktion som vid första anblick kan antas bero på en ökad riskaversion i privatpersoners kapitalexponering. I realiteten har exponeringen mot marknaden istället ökat. Ökningen beror på att privatpersoner går kostsamma omvägar till aktieägandet i allt större utsträckning enligt *Günther Mårder*, VD för Aktiespararna. Att kostsamma omvägar i form av börshandlande fonder, olika former av strukturerade produkter och derivat samt aktiefondsparande har vunnit allt större förtroende bland svenska investerare medför passiva avgifter utan att en förväntad avkastning som är högre än vid direktspårande erhålls.<sup>2</sup>

Förutom de negativa ekonomiska konsekvenserna ett sjunkande direktägande innebär för privata investerare på kapitalmarknaden så minskar även dennes insikt i vilka bolag pengarna placerats i. En minskad insikt som går emot bolagens intresse att sprida kännedom om bolaget och knyta starka band till sina investerare. Hur motverkas denna trend om minskad kännedom? Hur ska bolagen kunna knyta starkare band med sina livsavgörande aktieinvestorer och få dem att börja köpa aktier utan mellanhavanden? Mårder tillskriver aktivt arbete för att skapa aktieägarförmåner vara ett av framgångsrecepten för att öka direktägandet i aktier. Förutom att knyta aktieägarna närmare bolaget hänför han möjligheten att skapa incitament för aktieägarna att även bli kunder som en positiv konsekvens av införande av aktieägarförmåner.<sup>3</sup>

Trots dessa lovord har fenomenet aktieägarförmåner mist sin forna popularitet och är inte längre lika vanligt förekommande i dagens Sverige. Förr i tiden var aktieägarförmåner ett vanligare instrument för att tilldela ekonomisk vinning utöver den direktavkastning som investeringen ger i övrigt. Varuhuset MEA, NK, Björn Borg samt SEB är alla exempel på framstående svenska företag som valt att avveckla sina aktieägarförmånssystem. I dagens tynande tillvaro för aktieägarförmåner

---

1 Finanstidningen (2008)

2 Mårder, G (2010)

3 Mårder, G (2010)

hänvisar flera företag istället till olika kundkort och medlemsklubbar för att skapa lojalitet. En lojalitet som inte sträcker sig lika långt som den lojalitet som kan uppnås via ett aktieägarförmånssystem. Införandet av ett förmånssystem för aktieägare skapar inte enbart mervärde för kunder utan ger även incitament till långvarigt aktieäggande i företaget, vilket bidrar till en ökad förståelse för och insikt i verksamheten. Denna förståelse och insikt kan komma att bli oerhört värdefull då det blir lättare att driva in kapital under tuffa ekonomiska förhållanden. I förlängningen kan berättigande till aktieägarförmåner kan således tillskrivas att bli ett sätt för företag att vårda finansieringen då trogna aktieägares insikt i verksamheten möjliggör för en bättre bedömning av vad som är skapbart. Denna möjlighet gör att aktieägarna kan fatta beslut om de ska ställa upp och satsa pengar vid eventuella behov.<sup>4</sup>

Till de fördelar vi tidigare framfört bör även tilläggas att aktieägarförmåner i regel är skattemässigt avdragsgilla så länge förmånerna är kopplade till företagets verksamhet. Förmånerna betraktas som ett tillvägagångssätt för att knyta kunder närmare företaget och blir därför, ur skatterättslig synvinkel, jämförbara med lojalitetsprogram.<sup>5</sup> Det finns således en möjlighet för företag att genom aktieägarförmåner kunna ge sina ägare en större avkastning på en investering, då traditionell aktieutdelning är skattebelagd.

Att de flesta aktiebolag trots alla dessa fördelar väljer att avstå från att berättiga sina aktieägare till förmåner gör oss fundersamma över om aktieägarförmåner är *ett outnyttjat sätt för svenska företag att vinna långsiktiga ekonomiska fördelar genom att göra en aktieinvestering mer attraktiv för privatpersoner eller en hög administrativ kostnad som kostar mer än den smakar?*

## ***1.2 Problemdiskussion***

Huruvida aktieägarförmåner är *ett outnyttjat sätt för svenska företag att vinna långsiktiga ekonomiska fördelar genom att göra en aktieinvestering mer attraktiv för privatpersoner eller en hög administrativ kostnad som kostar mer än den smakar* är en relativt utforskad fråga. Förutom de få antalet publicerade artiklar där aktieägarförmåner beskrivs som något av ”ett framgångsrecept utan medföljande nackdelar” är förekomsten av empiriska studier på den svenska marknaden

---

4 Listerby, C.A. (2010)

5 Listerby, C.A. (2010)

nästintill inte existerande. En avsaknad av empiriska studier som krävs för att kunna avgöra i vilken utsträckning aktieägarförmåner verkligen är den framgångsfaktor som den tillskrivs vara. En avsaknad som vi befarar medföra att svenska företag inte i samma utsträckning vågar införa ett aktieägarförmånssystem.

För att kunna utforska aktieägarförmånssystemens reella konsekvenser anser vi det viktigt att i största möjliga grad försöka åstadkomma en fullständig bild av fenomenet. Vi har därför valt att skildra det ur fyra perspektiv som vi anser vara av yttersta relevans för att undersöka fenomenet, nämligen: *företagsledningsperspektivet*, *investerarperspektivet*, *beskattningsperspektivet* samt *det redovisningsmässiga perspektivet*. Ett *företagsledningsperspektiv* på aktieägarförmåner avspeglar de följder införandet av ett system där aktieägarna är berättigade till förmåner har för företaget. Ett *investerarperspektiv* på denna typ av förmånssystem anser vi här bli en naturlig följd i det avseende att den kommer att spegla hur attraktivt det blir för aktieägare att investera i företaget. Konceptet aktieägarförmånssystem bygger på att göra det mer attraktivt för investerare att placera sina pengar i företagets aktier och på så sätt kan det tillskrivas vara av största vikt att undersöka hur det ultimata förmånssystemet bör byggas upp i enlighet med deras intressen. Ytterligare ett viktigt perspektiv att ta upp i detta sammanhang blir i vårt tycke *beskattningsperspektivet*. Då aktieägarförmåner förefaller vara skattemässigt avdragsgilla är detta ett intressant perspektiv sett ur både företagsledningens och aktieinverteares intresse. Den fördelaktiga metoden att dela ut förmåner till aktieägare genom att undvika beskattning leder oss därför in på *det redovisningsmässiga perspektivets* relevans. Först genom att undersöka gällande beskattnings- samt redovisningsregler kan det uppdragas hur förmånligt ett aktieägarförmånssystem är i realiteten.

Anledningen till att vi tillskriver dessa perspektiv vara av yttersta relevans för att kunna ge en rättvisande bild av aktieägarförmånens reella konsekvenser är först och främst för att vi anser att dessa fyra perspektiv tillsammans ger en tydlig helhetsbild. Först genom en kartläggning av konsekvenserna sett från samtliga av nämnda perspektiv ser vi att en slutledning om ”aktieägarförmånernas överlägsenhet” kan göras möjlig. Det är också först då som vi ser att svenska företag kan göra en tillräckligt tillförlitlig analys av införandet av vad eventuella aktieägarförmåner kommer att betyda för deras finansiella ställning. Det är med andra ord först efter denna *kartläggning* som vi anser aktieägarförmåner kunna bli en del av ett företags strategiska satsning.



### ***1.3 Syfte***

Med anledning av den bristfälliga tillgången på empiriska studier gällande aktieägarförmånssystem på den svenska marknaden är det syfte vi kommer att ämna denna uppsats att kartlägga fenomenet aktieägarförmåner i Sverige. Vi vill undersöka hur dessa förmånssystem idag fungerar i praktiken, hur pass vanliga de är och vilka drivkrafter som ligger bakom införandet av dem.

### ***1.4 Avgränsningar***

Vi har i denna uppsats valt att avgränsa oss till att kartlägga de svenska företag, som är noterade på Stockholmsbörsen, vars aktier berättigar till aktieägarförmåner. Vi kommer således inte att undersöka förekomsten av denna typ av förmåner i utlandet dels med anledning av uppsatsens begränsade omfattning och dels på grund av internationella skillnader i taxeringsreglering. Kartläggningen kommer att koncentreras till de företag där förmånssystemet fortfarande är aktuellt.

Vi kommer även att göra en avgränsning till att göra en djupdykning i följande företag som tillämpar ett aktieägarförmånssystem: *SAS, Rezidor Hotel Group, SkiStar, New Wave Group* samt *2E Group*.

## 2. Metod

För att lyckas realisera vår vision om att kartlägga fenomenet aktieägarförmåner på Stockholmsbörsen kommer den empiriska studien enligt tidigare resonemang anta fyra perspektiv; *ett företagsledningsperspektiv, ett investerarperspektiv, ett beskattningsperspektiv samt ett redovisningsmässigt perspektiv.*

För att avspegla ett *företagsledningsperspektiv* kommer vi att göra empiriska studier av företagen SAS, Rezidor Hotel Group, SkiStar, New Wave Group samt 2E Group. Vi har gått igenom webbplatserna hos alla de 83 företag som var noterade på OMX Stockholm Mid Cap i april 2011, och utifrån de uppgifter som fanns angivna hos respektive företag drog vi slutsatsen att de enda företag som har aktieägarförmåner på Mid Cap är de fyra förstnämnda. Därför valde vi att undersöka just dessa. Här blev det alltså inte fråga om något urval, då vi hade möjlighet att närmare studera hela populationen. Att vi även valde ut 2E Group, trots att detta bolag är noterad på First North, beror på att vi ville ge studien ytterligare bredd.

Företagsstudierna kommer att anta en kvalitativ utformning där specifika intervjufrågor ställts till vart och ett av företagen. De frågor vi ställt återfinns under bilaga 1. Det handlade alltså inte om en klassisk strukturerad intervju, utan vi valde ett mer flexibelt tillvägagångssätt till följd av den kvalitativa undersökningen. Dessutom hade vi till följd av de olika företagens varierande struktur på sina aktieägarerbjudanden olika frågor att ställa dem. Vi formulerade halvöppna frågor och via de respektive företagens interna telefonväxlar fann vi personal kunnig inom ämnet. De tillfrågade fick välja om de ville besvara dem över telefon eller via e-mail. Samtliga utom New Wave Group meddelade oss sina svar via e-mail. Nackdelen med svar i denna skriftliga form är att vi inte hade möjlighet att ställa följdfrågor, fördelen att intervjuobjektet hade gott om tid på sig att ta fram relevant material för att besvara frågorna.

Målet med denna undersökning var att kartlägga vilken typ av aktieägarförmåner de olika företagen erbjöd, vad anledningarna till införandet var, vilka restriktioner som fanns och hur framgångsrikt företagsledningen ansåg att utfallet av den strategiska satsningen blivit. Denna information har sedan sammanflätats med den offentliga information som företagen angivit på deras egna hemsidor. Problematiken med företagens egna presentationer och svar på intervjufrågor är att de givetvis kan

vara vinklade för att låta attraktiva för potentiella kunder/investerare. Med detta i åtanke sökte vi oss därför även till externa källor, främst artiklar från ett antal affärstidskrifter. Här fann vi en del diskussioner om specifika företags aktieägarförmåner, förda av till synes oberoende journalister.

För att ge en bild av aktieägarförmåner ur ett *investerarperspektiv* kommer vi istället att göra en kvantitativ undersökning. Vi kommer i denna undersökning göra ett antagande om att investerare agerar rationellt och vill maximera sin vinst vid investering. Med detta i åtanke kommer vi att genomföra en undersökning som speglar hur attraktivt det blir för aktieägare att investera i något av företagen i fråga. För att kunna avgöra huruvida det är mer lönsamt att köpa aktier i ett företag som berättigar sina ägare till förmåner har vi gjort en sammanställning av ekonomisk data för våra fem studerade företag. Den information vi har för avsikt att undersöka inom detta perspektiv är *utdelning per aktie, direktavkastning per aktie, vinst per aktie, P/E-tal, aktiekursfluktuationer samt avkastning genom utnyttjande av aktieägarförmåner*. Dessa uppgifter kommer helt baseras på uppgifter från företagens egna årsredovisningar. Då P/E-tal och direktavkastning per aktie inte återfanns i samtliga av de undersökta företagen har vi beräknat dessa på egen hand genom följande beräkningar:

$$P/E\text{-tal} = \frac{\text{Aktiekurs per balansdag}}{\text{Vinst per aktie}}$$

$$\text{Direktavkastning} = \frac{\text{Utdelning per aktie}}{\text{Aktiekurs per balansdag}}$$

Bakgrunden till de beräkningar vi gjort på den avkastning aktieägarförmånerna i praktiken skulle kunna generera är med anledning av vår önskan att återge en bild av den totala avkastning som investeraren tilldelas genom sitt innehav av aktier i de olika företagen. I detta försök om att återspegla den totala avkastning som en investering i de undersökta företagen medfört från den 31 december 2006 till den 31 december 2010 (med undantag av SkiStar där beräkningarna sker under tidsperioden 1 september 2005 till den 31 augusti år 2010 på grund av brutet räkenskapsår) har vi bortsett från skatt och courtage. Detta trots att befriandet av beskattning är en av de stora fördelarna vi ser med tillämpning av aktieägarförmåner.

Vi kommer att undersöka de studerade företagens aktiekurser under en femårsperiod och sätta deras fluktuationer i relation till OMX Stockholm Mid Cap. Detta med förhoppningen att kunna styrka

och finna samband som tyder på att aktieägare i företag med aktieägarförmåner tenderar att ha ett större förtroende för bolaget i fråga i svåra finansiella tider. Utifrån denna jämförelse kommer vi sedan dra slutsatser om huruvida aktieägarförmåner i realiteten medför att bolaget knyter sina aktieägare närmare bolaget. Vi har således förhoppningar att kunna finna indikationer på huruvida införandet av ett förmånssystem för aktieägare även ger incitament till långvarigt aktieäggande i företaget. Ett långvarigt aktieäggande som även inledningsvis omnämnts vara av stor vikt för ett företags finansiering men som även tyder på att aktieägarna har ett stort förtroende för och känner personlig anknytning till företaget. En annan intention med jämförelsen är kunna jämföra kursavkastningen för dessa enskilda bolag med genomsnittet Mid Cap. Jämförelsen kommer att göras mellan åren 2006 och 2010. Vid uppförandet av graferna har vi använt oss av historiska data från OMX Stockholms webbplats, och indexet OMX Stockholm Mid Cap PI.

Studien av *beskattningsperspektivet* på aktieägarförmåner kommer att ske med hjälp av den information skatteverket publicerat gällande utdelningar. Vi kommer som ett andra steg i informationssökandet att kontakta skattemyndigheten med förhoppning att få ställa frågor gällande dagens skatterättsliga reglering. Vi kommer även att se till två kända rättsfall gällande aktieägarförmåner, *RA 1983 1:55* samt *RA 1983 1:52*, som kommit att bli vägledande för regleringen inom ramarna för detta perspektiv. Genom att ställa dessa olika informationskällor mot varandra vill vi undersöka och sedan diskutera vilka möjligheter lagstiftningen ger utrymme för gällande befriande av beskattning.

För att studera *det redovisningsmässiga perspektivet* kontaktade vi en redovisningsspecialist för ett utlåtande inom ämnet. Utöver detta tillfrågade vi ett antal revisionsbyråer vad de hade för erfarenheter av, och åsikter om, redovisningen av olika typer av aktieägarförmåner. Detta gav oss dock inget resultat, vilket väl är förståeligt med tanke på hur pass sällsynt förekomsten är. Vi försökte även på egen hand finna tillämpliga normer i svenska och internationella redovisningsstandarder.

### 3. Teoretisk referensram

#### 3.1 Relationsmarknadsföring

Relationsmarknadsföring är namnet på konsten att som företag skapa och utnyttja relationer med sina kunder och andra intressenter, exempelvis andelsinnehavare. Långsiktiga relationer mellan motparter kan medföra betydande fördelar för dem båda. Kunden upplever den risk ett köp innebär som mindre när denne känner till företagets processer och vilka som arbetar där. Säljaren har mycket att vinna på att lära sig vad varje kund har för preferenser, vilket ökar chanserna till goda affärer som gör att köparen kommer tillbaka ännu en gång. Att knyta kunder till sig ses som ett långsiktigt projekt, vilket anses ge en mängd fördelar och knappt några nackdelar för säljaren.<sup>6</sup> En viktig fördel för säljaren är den att en nöjd kund inte bara återkommer själv utan även sprider goda ord om företaget till sin omvärld, vilket ofta genererar nya kunder via så kallad *word-of-mouth*. Att ge kunder – befintliga såväl som potentiella – en positiv bild av företaget är av yttersta vikt för att skapa bra kundrelationer. Det är dessutom mycket värdefullt i och med att konsumenterna ofta ser bekantas rekommendationer som en av de mest inflytelserika faktorerna vid köp.<sup>7</sup>

Relationsmarknadsföringen ses som allra viktigast i servicebranschen, främst eftersom denna innebär personlig direktkontakt mellan kunden och en representant för företaget. Här finns stora möjligheter för en verksamhet att diversifiera sig genom att erbjuda något utöver det vanliga. För att en affär ska ha potential att hjälpa till att bygga gynnsamma relationer mellan köpare och säljare krävs att den till sin natur gärna upprepas. Exempelvis har en biograf betydligt mer att vinna på att satsa på konceptet relationsmarknadsföring än en hjärtkirurg. Två andra förutsättningar för att ett företag ska tjäna på att använda sig av denna typ av diversifiering är att kunden själv innehar möjligheten att välja vilken leverantör denne ska vända sig till samt att det finns fler än en aktör att välja på. En säljare med monopol på marknaden bör inte rikta in sig på relationsmarknadsföring av den enkla anledningen att de inte behöver – kunderna kommer återkomma oavsett, till följd av bristen på andra alternativ.<sup>8</sup>

---

6 Jobber, D. & Fahy J. (2006) *Foundations of Marketing* s. 74

7 Jobber, D. & Fahy J. (2006) *Foundations of Marketing* s. 185

8 Jobber, D. & Fahy J. (2006) *Foundations of Marketing* s. 185

Relationen mellan kund och leverantör kan sägas ha tre olika nivåer, vilka sammanställs nedan.

1. Vid nivå ett är kunden bunden till företaget i fråga endast genom rent ekonomiska faktorer. På denna nivå ligger oftast bonusprogram, medlemsklubbar med rabatter och andra typer av prisnedsättningar för trogna kunder. Bandet mellan parterna är inte särskilt starkt eftersom kunden bara har priset att gå på – en konkurrent med ett mer förmånligt erbjudande kan lätt ta över köparen.<sup>9</sup>

2. För att uppnå nivå två krävs att kunden knyts till företaget med både ekonomiska och sociala band. Här har en personlig relation skapats mellan kunden och den anställda. Detta medför en möjlighet till mer attraktiva, skräddarsydda erbjudanden. Dessutom kan effekten bli sådan att kunden drar sig för att anlita någon annan leverantör, då detta till följd av den personliga relationen kan kännas som ett svek.<sup>10</sup>

3. Den högsta nivån för denna typ av relationer kräver utöver ekonomiska och sociala även strukturella band. Detta kan innebära att kunden installerar någon typ av verktyg som används i den löpande verksamheten och är kopplat direkt till leverantören. Ett exempel på detta är logistikföretag som ofta förser sina klienter med utrustning för frakt som är knutna till deras eget system.<sup>11</sup>

### **3.2 Utdelningsteori**

Ett börsnoterat företag har som regel det yttersta målet att på bästa sätt höja aktieägarnyttan. Denna består dels av den utdelning som aktieinnehavare berättigas till och dels av ökning i aktiernas egenvärde. De faktorer som anses ligga till grund för ett ökat aktievärde är antingen en tillväxt i företagets värde, vilken uppnås genom att vinstmedel investeras på ett optimalt sätt, eller en allmän förväntan om högre utdelningar i framtiden.<sup>12</sup>

För att teoretisera vad som driver en aktieköpare att välja en viss aktie kan en nuvärdeberäkning användas. Aktiens nuvärde blir då lika med nuvärdet av förväntade framtida utdelningar + nuvärdet av aktiens framtida försäljningspris. Enkelt sagt är det dessa sammanlagda nuvärde som avgör vilka aktier som blir populära hos de privata investerarna.<sup>13</sup> Teoretiker menar att en typisk aktieägare

---

9 Jobber, D. & Fahy J. (2006) *Foundations of Marketing* s. 185-186

10 Jobber, D. & Fahy J. (2006) *Foundations of Marketing* s. 185-186

11 Jobber, D. & Fahy J. (2006) *Foundations of Marketing* s. 185-186

12 Hallgren, Ö. (2002) *Finansiell Strategi och Styrning* s. 188

13 Hallgren, Ö. (2002) *Finansiell Strategi och Styrning* s. 192-193

handlar på medellång sikt och endast strävar efter att maximera aktieägarnytta.<sup>14</sup> Vad gäller noterade företag där inte alla aktier säljs fritt på börsen utan det finns en eller några få huvudsakliga ägare blir läget till viss del förändrat. Ägaren har i detta fall förmodligen ett mycket stort intresse av att behålla kontrollen över bolaget, och att uppnå detta blir en högre prioritet än aktieägarnytta i sig.<sup>15</sup> Företagsägaren kan, om ägandet förvaltas på rätt sätt, ha mycket att vinna på att låta delar av aktierna börsnoteras. Denne behöver inte längre bära hela företagets risk, och samtidigt kan största delen av ägarens makt behållas. En nackdel som måste tas med i resonemanget är det faktum att företagsledningen i och med en notering måste ta hänsyn till börsplaceringarnas synpunkter. Deras förväntningar får betydelse för aktiekursens utveckling och gör därför ledningen försiktigare. Även om huvudägaren har kvar huvuddelen av sin kontroll så bidrar små, fristående aktieägare till att fler faktorer måste tas med i beslutsprocessen.<sup>16</sup>

### 3.3 Signalteori

Signalteorin utvecklades i slutet av 1960-talet av George Akerlof. Den är i grunden tillämplig på flera olika fenomen i samhället. I den tolkning vi valt att presentera studeras vilka signaler som påverkar omvärldens vilja att investera i företag, och hur företagen kan agera för att utnyttja dessa till sin fördel. Ett grundproblem för den privata investeraren är att denne inte har tillgång till alla interna uppgifter om det företag som personen överväger att investera i. Denna *asymmetriska information* medför att VD:n såväl som någon annan i företagsledningen sänder ut tydliga signaler om att bolaget ligger bra till genom att själv köpa andelar av företaget, vilket torde få aktieköpare att handla likadant. Det problematiska med detta är att allmänheten tar med i beräkningen att en VD kan investera i sitt eget bolag enbart för att sända ut dessa signaler. Även i bolag som går sämre kan ledningsgruppen själva satsa pengar för att få utomstående att göra detsamma. Detta blir alltså en manöver för att medvetet sända ut signaler med målet att attrahera aktieköpare.<sup>17</sup>

Utmaningen för bolaget blir att lyckas sända ut en tydlig köp-signal till omvärlden som garanterar att de har gynnsamma framtidsutsikter. Enligt signalteorin är ett säkert sätt att uppnå detta att upprätthålla en hög eller stigande aktieutdelning. Utdelning ger betydande ekonomiska effekter för ett bolag, och marknadens uppfattning blir då att ett företag som har råd med en för aktieägarna fördelaktig utdelning kommer gå bra framöver, och därmed faktiskt är värt att investera i.<sup>17</sup>

---

14 Hallgren, Ö. (2002) *Finansiell Strategi och Styrning* s. 191

15 Hallgren, Ö. (2002) *Finansiell Strategi och Styrning* s. 188

16 Hallgren, Ö. (2002) *Finansiell Strategi och Styrning* s. 188-189

17 Hallgren, Ö. (2002) *Finansiell Strategi och Styrning* s. 221-222

## 4. Empiri

### 4.1 Företagsledningsperspektivet

#### 4.1.1 SAS

SAS Group är en flygkoncern som i huvudsak är verksam i Norden. Som helhet servar de drygt 20 miljoner passagerare om året, vilken motsvarar omkring en tredjedel av de totala flygresorna i den aktuella regionen.<sup>18</sup> Koncernen är till hälften statligt ägd, uppdelat mellan staterna i de nordiska länderna Sverige, Norge och Danmark.<sup>19</sup> SAS-koncernen består av de tre av koncernen helägda flygbolagen *Scandinavian Airlines*, *Widerøe* och *Blue1*, med bas i Sverige, Norge respektive Finland.<sup>20</sup> Koncernen äger även delar i ett antal andra mindre flygbolag i Norden, men dessa är alla under avyttring.<sup>21</sup> SAS profilerar sig som ett miljövänligt flygbolag<sup>22</sup> med fokus på affärsresenärer. I dagsläget utgör dessa ungefär hälften av de sammanlagda passagerarna. Andelen av koncernens intäkter som kommer från affärsresor är dock betydande högre än hälften, eftersom de i regel lyckas upprätthålla ett högre pris vid denna typ av biljettförsäljning.<sup>23</sup> SAS är noterade på OMX Mid Cap och aktiekursen ligger idag (2011-05-21) på 19,90 SEK.<sup>24</sup> Utdelningspolicyn är att mellan 30 och 40 procent av företagets inkomst efter skatt ska delas ut. Bolaget har dock inte haft någon utdelning sedan år 2001.<sup>25</sup> Flygbolaget har ett omtalat lojalitetsprogram för sina kunder som går under namnet *EuroBonus*, men förutom detta erbjuds en form av aktieägarförmån.<sup>26</sup>

SAS erbjuder vad de kallar *shareholder services* till sina aktieägare vilket innebär att ett begränsat antal biljetter på utvalda avgångar är tillgängliga till ett rabatterat pris, endast för aktieägarna.<sup>27</sup> Denna tjänst började på prov i Danmark år 2005 och lanserades i hela Norden året efter.<sup>28</sup> För att se vilka avgångar som erbjuds för aktieägarna behöver de logga in med en personlig inloggning som går att efterfråga för alla privatpersoner som äger minst 400 aktier i företaget.<sup>29</sup> Denna gräns kan

---

18 SAS Årsredovisning 2010 s. 5

19 SAS Årsredovisning 2010 s. 43

20 SAS Årsredovisning 2010 s. 5

21 SAS Årsredovisning 2010 s. 37

22 SAS Årsredovisning 2010 s. 6-7

23 SAS Årsredovisning 2010 s. 9-10

24 Dagens Industri

25 SAS Group *Dividend policy*

26 SAS Årsredovisning 2010 s. 18

27 SAS Group *Shareholder service*

28 Nylander, J. (2006)

29 SAS Group *Shareholder service*



dock komma att ändras utan någon större förvarning.<sup>30</sup> Storleken på investeringen som krävts har fluktuerat kraftigt de senaste åren, i och med ett antal emissioner som medfört ändringar på minimikravet för antal aktier, samt en kraftig variation på aktiekursen. I början av 2009 var den nödvändiga insatsen så låg som 4000 kr medan den i oktober samma år hade gått upp till 15000.<sup>31</sup> För närvarande (21 maj 2011) handlar det om en investering på knappt 8000 kr.<sup>32</sup> I dagsläget innehar drygt 23 000 av de totalt ca 69 000 aktieägarna tillräckligt stor andel för att vara berättigad till förmånerna.<sup>33</sup>

Även om det bara är vissa utvalda flygningar som erbjuds, och endast resor inom Europa med Scandinavian Airlines egna plan (det vill säga erbjudanden med andra dotterbolag och samarbetspartners förekommer inte), har investeringen möjlighet ge ganska god avkastning för den som reser ofta, menas det i en artikel hos Veckans Affärer.<sup>34</sup> Enligt ett uttalande av SAS presschef är rabatten ett sätt att ge mervärde för de långsiktiga aktieägarna,<sup>35</sup> vilket ska stärka relationen mellan ägarna och verksamheten. Ett mer själviskt motiv som kan ligga bakom rabatten nämns i en artikel utgiven av *Avanza Bank*. Det kan vara så att resorna som erbjuds till aktieägarna till stor del ses som ett bra sätt att undvika tomma flygstolar på mindre populära avgångar.<sup>36</sup> Enligt SAS eget utlåtande är det dock mycket attraktiva resor som erbjuds. Det är enbart redan registrerade aktieägare som kan se de resor som erbjuds och priserna på dessa, som utomstående är den enda offentliga information som finns att tillgå att det handlar om en rabatt på omkring 10 %. Med andra ord är det inte förrän efter köpet (upp till en månad efter – så lång tid kan det ta att registreras för att få tillgång till rabatten enligt SAS själva) som köparen kan få en konkret bild av vilka resor som omfattas av erbjudandet.<sup>37</sup>

Övriga villkor som måste uppfyllas för att rabatten ska gälla är att biljetterna endast får köpas via Internet, ombokning eller återköp är inte möjlig, aktieägaren får ta med sig upp till åtta familjemedlemmar eller vänner på resan som även de kan åtnjuta rabatten, men innehavaren av aktierna måste själv följa med för att det ska vara giltigt. Slutligen måste bokningen gälla en tur-och-retur-resa där ut- och hemresa ske på olika dagar.<sup>38</sup>

---

30 SAS Årsredovisning 2010 s. 39

31 Levander, M. (2009)

32 Dagens Industri

33 Tibell, B. (2011)

34 Flood, L (2010)

35 Flood, L (2010) & SAS Årsredovisning 2010 s. 39

36 Levander, M. (2009)

37 SAS Group *Shareholder Service*

38 SAS Group *Shareholder Service*

När vi själva fick kontakt med SAS Investor Relations Manager Björn Tibell berättade han att anledningen till att de lanserat sina Shareholders Services var att ge mervärde till aktieägarna. Vad SAS för egen del hoppades tjäna på erbjudandet var att kunna fylla upp flygplanen lite bättre. Tibell uttrycker det som att målet med en högre beläggning var att få in mer pengar, det vill säga höja bolagets vinst, och på så sätt gynna aktieägarna på två sätt genom rabatten. Detta kallar Tibell för en win-win-situation. Förutom detta ville SAS att aktieägarna skulle få ”lära känna” bolaget de investerat i bättre, och rabatterna ses som ett sätt att uppnå detta. Bolaget har i princip inte lagt några resurser på att marknadsföra sin aktieägarservice, utan endast publicerat information på webbplatsen samt i årsredovisningen. SAS har dock fått intrycket att förmånen är relativt välkänd nu, vilket ses som en naturlig följd av att det gått ett antal år sedan lanseringen.<sup>39</sup>

Till följd av att SAS-aktien genomgått mycket förändringar de senaste två åren (två emissioner och en omvänd split) är det problematiskt att försöka uttyda något mönster hos aktieköparna som skulle kunna ha med shareholder services att göra. SAS tror dock inte att förmånen har någon större effekt på aktieköparna. Tibell uttrycker att de inte tror att någon köper aktier för att ”kanske få cirka 10 % rabatt på en flygbiljett” utan enbart med en förhoppning på att företaget kommer gå bra framöver. Eftersom detta är SAS utgångspunkt tror de inte att det finns någon direkt mening med att marknadsföra erbjudandet. Däremot tror de att rabatterna kan ses som en konkurrensfördel gentemot andra flygbolag, och menar utöver detta att utfallet av rabatten i stort sett motsvarat förväntningarna.<sup>40</sup>

SAS för statistik över hur många som faktiskt bokar någon av de rabatterade resorna. Uppföljningen sker dock med ganska långa mellanrum då största delen av företagens resurser naturligt nog ägnas åt dess kärnverksamhet. De statistiska uppgifterna är konfidentiella och inget Tibell kunde delge oss, han meddelade dock att det är en ”mindre” del av aktieägarna som utnyttjar servicen. Förklaringen till detta tror han är att proceduren att skaffa ett användarkonto, logga in och köpa biljetter via sajten är lite för omständlig. Att erbjudandet fungerar på detta sätt, med personliga inloggningar vilka innebär att ej berättigade användare inte ens kan få reda på vilka erbjudanden som finns att tillgå, då dessa är ständigt varierande, är en annan sak vi ville veta mer och därför diskuterade med Tibell. Det faktum att SAS inte gått samma väg som flera andra företag, vilket framgår senare i empirin, och för enkelhetens skull infört en fast rabattsats för sina aktieägare var ett mycket medvetet val, berättar han. I första hand beror detta på att skatter och avgifter inom flygindustrin ändras konstant, vilket skulle göra det alltför komplicerat och riskfyllt att upprätthålla en och samma rabatt. Som det

---

39 Tibell, B. (2011)

40 Tibell, B. (2011)

ser ut nu är den procentuella rabatten olika beroende på vilken bokningsklass biljetten gäller, andelen av priset som dras av är högre i ekonomiklassen men i de dyrare klasserna är det nominella beloppet å andra sidan större. Att erbjudandet ser ut som det gör ger företaget en högre grad av flexibilitet. Nackdelen är att kommunikationen till allmänheten inte blir alls lika tydlig, och aktieägarservicen inte lika attraktiv i konsumenternas ögon. Sammanfattningsvis ses förmånen av SAS endast som en bonus för dem som tror på bolaget, och ska enligt dem själva inte betraktas som något mer betydande än så.<sup>41</sup>

En annan punkt som tyder på samma sak är det faktum att SAS aktieägarförmån endast kan nyttjas av privatpersoner, samtidigt som flygbolaget ser affärsresenärer som sin målgrupp. Tibells kommentar när vi ställde oss frågande till detta var att de affärsresande aktieägarna kan dra nytta av möjligheten till rabatterade resor när de flyger på fritiden.<sup>42</sup> Återigen ses erbjudandet alltså som en extra möjlighet att använda vid utvalda tillfällen, snarare än något som faktiskt kan vara en betydlig fördel för kunderna och fungera som en differentiering på marknaden för SAS.

## SAS

**Noterad på:** OMX Mid Cap Stockholm

**Introduktionsdatum:** 1989-12-14

**Antal aktier 2010-12-31:** 329 000 000 st

**Börsvärde 2011-03-31:** 6 580,00 MSEK

**Antal aktieägare 2010-12-31:** 69 004 st

**Investering för att bli berättigad till förmåner 2011-05-24 kl 16.19:** 7 560 SEK (400\*18,9)

**Aktieägarförmåner:** Ett begränsat antal biljetter på utvalda avgångar är tillgängliga till ett rabatterat pris, endast för aktieägarna. Aktieägaren får ta med sig upp till åtta familjemedlemmar eller vänner på resan som även de kan åtnjuta rabatten.

**Restriktioner:** Minimikrav om 400 aktier. Gäller endast köp via internet och bokningen måste gälla både en tur-och-retur-resa. Rabatten gäller endast vissa utvalda flygningar inom Europa med Scandinavian Airlines egna plan. Inga möjligheter till ombokning eller återköp förekommer och ut- och hemresa ske på olika dagar. Möjligheten att inkludera upp till åtta familjemedlemmar eller vänner sker under förutsättningen att aktieägaren själv följer med på resan. Rabatten gör sig endast gällande för privatpersoner.

43

### 4.1.2 Rezidor Hotel Group

Den snabbt växande hotellkedjan *Rezidor Hotel Group* erbjuder också förmåner för sina aktieägare. Deras fem varumärken är kedjorna *Radisson Blu*, *Park Inn by Radisson*, *Hotel Missoni*, *Regent* och *Country Inn*. Sedan 2001 äger inte Rezidor några av sina hotell, utan de drivs med olika former av franchise- eller managementavtal med hög vinstmarginal för franchisegivaren.<sup>44</sup> Hotellen är till

41 Tibell, B. (2011)

42 Tibell, B. (2011)

43 SAS Group *Shareholder Service*, SAS Årsredovisning 2010 s. 42 & Avanza Bank SAS

44 Rezidor Årsredovisning 2010 s. 4-5 & The Rezidor Hotel Group *Aktieägare*

största delen belägna i Europa, men verksamhet bedrivs även i Afrika, Mellanöstern och Asien. Vid årsbokslutet 2010 fanns 312 hotell inom koncernen i drift, och omkring hundra stycken under utveckling, vilka beräknas öppna inom de närmsta åren.<sup>45</sup> Rezidor Hotel Group ägdes fram till slutet av 2006 i princip helt av *SAS Group*. I samband med att hotellkedjan börsnoterades på Stockholmsbörsen lämnade den SAS-koncernen och är nu helt fristående. När Rezidor blev fristående bytte dessutom gradvis Radisson Blu-hotellen namn från dåvarande *Radisson SAS*.<sup>46</sup>

Rezidor tillämpar ett lojalitetsprogram kallat *Goldpoints Plus*. Detta administreras inte av hotellkedjan själva utan sedan några år tillbaka av en tredje part vid namn *Carlson Group*.<sup>47</sup> Carlson Group har även samarbete med några andra hotell, och bonuspoängen som tjänas in är alltså gemensamma för flera olika kedjor.<sup>48</sup> Enligt Rezidor själva har det varit ett av de mest framgångsrika lojalitetsprogrammen inom hotellbranschen sedan starten 2003. Nu deltar över tusen hotell världen över i programmet.<sup>49</sup> Allt som medlemmarna spenderar på hotellvistelser bidrar till att de samlar in poäng, vilka sedan kan växlas in till bland annat gratis hotellnätter. Lojalitetsprogrammet har fyra olika nivåer, och för att uppnå en högre nivå krävs att medlemmen tillbringar ett visst antal nätter på någon av de medverkande hotellen. Basnivån har inga sådana krav, men erbjuder å andra sidan inga förmåner utöver gratis internetuppkoppling i hotellrummet samt möjligheten att samla in ”goldpoints”.<sup>50</sup>

Vad gäller Rezidors aktieägarförmåner är dessa helt enkelt en förlängning lojalitetsprogrammet – alla aktieägare blir automatiskt *Gold Elite*-medlemmar vilket är den näst högsta nivån i programmet.<sup>51</sup> Rezidor tillämpar ingen gräns för hur många aktier kunden ska inneha för att få förmånen, en enda aktie är alltså tillräckligt.<sup>52</sup> I dagsläget (23 maj 2011) är detta en investering på 43 kr.<sup>53</sup> Ställs detta i relation till de fördelar som ett guldmedlemskap innebär kan köpet av en enda aktie mycket snabbt intjänas i rabatter; bland annat erbjuds 10 % rabatt på alla Rezidors standardrum (dessutom får aktieägaren två gratis helgnätter i samband med övernattnings under veckodagarna) och 15 % rabatt på hotellens restauranger.<sup>54</sup> Vad gäller restaurangerbjudandet finns inget krav på att medlemmen bor på hotellet i fråga, och dessutom kan denne ta med ett obegränsat

---

45 Rezidor Årsredovisning 2010 s. 6

46 SAS Årsredovisning 2006 s. 2&28 & Rezidor Financial Report January-December 2006

47 Rezidor Årsredovisning 2010 s. 23

48 Club Carlson *Member Benefits*

49 The Rezidor Hotel Group *Aktieägare*

50 Club Carlson *Member Benefits*

51 The Rezidor Hotel Group *Aktieägare* & Club Carlson *Member Benefits*

52 Flood, L. (2010)

53 Dagens Industri

54 The Rezidor Hotel Group *Aktieägare*

antal gäster som alla får äta till nedsatt pris.<sup>55</sup> Förutom dessa rena rabatter får aktieägarna via lojalitetsprogrammet även en del andra privilegier. Bland annat en garanti för att ett ledigt rum finns att tillgå på önskat hotell vid bokning senast tre dygn i förväg, ett system där kunden vid alla köp får 50 % fler bonuspoäng än denne skulle få vid en lägre medlemsnivå, gratis tvättservice samt kostnadsfri tidig incheckning/sen utcheckning.<sup>56</sup>

Det går alltså att få väldigt mycket valuta för pengarna som investerats i Rezidor-aktien. En aktieägare skulle mycket väl kunna arrangera en större middagsbjudning i någon av restaurangerna och via guldmedlemskapet få hela 15 % rabatt. För någon som ska bo på ett av Rezidors hotell även en kortare tid är det enkelt att spara betydande belopp genom att före bokningen köpa en mindre andel i bolaget, enbart med avsikt att få aktieägarförmånen. Detta ger knappast upphov till något långsiktigt aktieäggande, vilket brukar tas upp som en av målen med rabatter för innehavarna. Vad har då Rezidor för tankar om detta, och finns det tankar på att vidta några åtgärder för att stoppa att rabatten utnyttjas på detta sätt?

Rezidors kommunikationschef Ebba Ankarcrona har själv uttalat att inga sådana åtgärder är aktuella, med motiveringen att en nedre gräns för aktieinnehav som berättigar till förmånerna skulle medföra alltför mycket administrativt arbete. ”Vi vill att alla ska ta del av vårt 'gold points plus-program'”, menar hon.<sup>57</sup> I och med att bonuspoängen redan administreras av tredje part tillför aktieägarerbjudandet inte särskilt mycket extraarbete för Rezidor själva. Allt som krävs är ett register över de nuvarande aktieägarna.

Vi har sökt Rezidor för att få fortsatta kommentarer, men utan resultat.

---

55 Flood, L. (2010)

56 The Rezidor Hotel Group *Aktieägare*

57 Flood, L. (2010)

## Rezidor Hotel Group

**Noterad på:** OMX Mid Cap Stockholm

**Introduktionsdatum:** 2006-11-28

**Antal aktier 2010-12-31:** 150 000 000 st

**Börsvärde 2011-03-31:** 6585,09 MSEK

**Antal aktieägare 2010-12-31:** 3 699 st

**Investering för att bli berättigad till förmåner 2011-05-24 kl 16.19:** 42,60 SEK

**Aktieägarförmåner:** Automatiskt Gold Elite-medlemskap i hotellkedjans kundlojalitetsprogram Club Carlson<sup>SM</sup>. Gold Elite-medlemmar erbjuds 50% extra Gold Points®, rumsgaranti vid bokning 72 timmar i förväg, 10% rabatt på standardrum på alla Rezidors hotell, 15% rabatt på heldagsöppna restauranger, upp till två helgnätter gratis vid övernattnin g under veckan, tidig incheckning och sen utcheckning samt välkomstpresents i vid ankomst.

**Restriktioner:** Endast innehav av en aktie krävs för att kunna nyttja aktieägarförmånen.

58

### 4.1.3 SkiStar

SkiStar är en koncern som äger och driver alpindestinationer i Sälen, Åre, Vemdalen, Trysil samt Hemsedal med visionen att skapa minnesvärda vinterupplevelser som den ledande operatören av europeiska alpindestinationer. Kärnverksamheten är alpin skidåkning och koncernens verksamhet delas in i de två affärsområdena destination och fastighetsutveckling. Destinationerna som affärsområde består av skidåkning, skidskola, logiförmedling samt skiduthyrning medan fastighetsutvecklingen omfattar byggnationer och exploatering.<sup>59</sup> Koncernen SkiStar består av moderbolaget SkiStar AB samt tolv förvärvade dotterbolag.<sup>60</sup> SkiStars B-aktie (då under namnet Lindvallen) noterades den 8 juli 1994 på Stockholmsbörsens dåvarande OTC-lista och är idag noterad på Nasdaq OMX Mid Cap Stockholm.<sup>61</sup> För närvarande (2011-05-20) ligger aktiekursen på 111,25 kr.<sup>62</sup>

SkiStar har sedan 1995,<sup>63</sup> det vill säga året efter börsnoteringen, haft ett aktieägarförmånssystem där innehav av minst 200 b-aktier berättigar till rabatter på SkiStars samtliga destinationer. Ett erbjudande som även gäller för aktieägarens familj, vilka av koncernen limiteras till maka/make/sambo och samtliga barn under 18 år.<sup>64</sup> Rabatterna uppges vara 15 procent vid förhandsbokning av SkiPass (det vill säga liftkort), skidskola som drivs i SkiStars egen regi samt skidhyra.<sup>65</sup> Vid förhandsbokning online uppges rabatterna vara extra förmånliga men dessa går även

58 Rezidor Hotel Group *Aktieägare*, Avanza Bank *Rezidor Hotel Group* & Rezidor Årsredovisning 2010 s. 74

59 SkiStar *Om SkiStar*

60 SkiStar Verksamhetsberättelse 2009-2010 s. 72, 77

61 SkiStar Verksamhetsberättelse 2009-2010 s. 28 & Sjöholm M. (2011)

62 Dagens Industri

63 Sjöholm M. (2011)

64 SkiStar Verksamhetsberättelse 2009-2010 s. 32

65 SkiStar *Aktieägarförmåner*

att utnyttja vid köp på plats.<sup>66</sup>

I praktiken hanteras förmånssystemet i SkiStars kunddatabas där koncernens aktieägare återfinns uppdaterade med personnummer. Denna kunddatabas uppdateras i sin tur gentemot Euroclear Sweden AB:s ägarregister månadsvis, 10 bankdagar efter varje månadsslut. Med andra ord finns ett krav att en aktieägare som har för avsikt att utnyttja denna aktieägarförmån behöver finnas i SkiStars kunddatabas cirka 5 veckor innan bokningen genomförs. Bortsett från faktumet att rabatterna blir extra förmånliga vid en förhandsbokning så ger en bokning online även fördelen att rabatten blir avdragen direkt.<sup>67</sup>

Då aktieägarrabatten endast gör sig gällande för aktieägarens familj genomförs i efterhand kontroller vid köp där aktieägarrabatten nyttjats för att hämma felaktigt bruk.<sup>68</sup>

Som tidigare nämnt har koncernen har två försäljningskanaler där dess förmånsberättigade aktieägare ges möjligheten att nyttja sina aktieägarrabatter: förhandsbokning online ([www.SkiStar.com](http://www.SkiStar.com)) samt på plats vid de olika destinationer som koncernen erbjuder. Vid nyttjande av aktieägarrabatten vid förhandsbokning online, vilket också är den huvudsakliga försäljningskanalen, dras aktieägarrabatten av automatiskt vid bokningsförfarandet förutsatt att aktieägaren själv står för bokningen.<sup>69</sup>

Bland de restriktioner som uppges förekomma vid ett eventuellt nyttjande av aktieägarrabatter återfinns att rabatten inte kan kombineras med andra erbjudanden eller rabatter. Det är endast privatpersoner med ett innehav på minst 200 b-aktier som har rätt till rabatt. Rabatten gäller således inte företag. Aktieägarrabatter avser inte aktier som ägs via en kapitalförsäkring eller pensionsdepå.<sup>70</sup>

Kunddatabasen med automatiska uppdateringar månadsvis från Euroclear Sweden AB:s ägarregister aktualiserades i september år 2010 då SkiStar genomförde en reform av sitt förmånssystem för aktieägare. I nuläget sker en identifiering av aktieägare med rätt att nyttja

---

66 SkiStar Verksamhetsberättelse 2009-2010 s. 32

67 SkiStar *Aktieägarförmåner*

68 SkiStar *Aktieägarförmåner* & Sjöholm, M. (2011)

69 SkiStar *Aktieägarförmåner*

70 SkiStar *Aktieägarförmåner*

aktieägarförmåner genom personnummer. Innan införandet av det nya systemet där automatiska uppdateringar tillämpades ett system där aktieägare av minst 200 aktier identifierades med hjälp av aktieägarkort.<sup>71</sup> Detta system byttes ut för att på sikt minska administrationskostnaderna.<sup>72</sup>

Utöver aktieförmånerna har SkiStar en utdelningspolicy består i att den årliga utdelningen ska utgå med minst 50 procent av resultatet efter skatt. En policy som anges vara grundad på koncernens starka finansiella ställning i kombination med ett starkt kassaflöde.<sup>73</sup>

När vi själva fick chans att ställa frågor till Magnus Sjöholm, som arbetar med aktieägarservice på SkiStar, låg tyngdpunkten på att få veta vad han hade att säga om varför rabatterna infördes från början. Svaret blev att när förmånerna först lanserades sågs de som ett sätt att få en ”ägarkoppling” till stamkunderna. Det var alltså de redan existerande återkommande kunderna som var målgruppen, och förmånerna skulle fungera som ett lockbete för att få dem att investera i bolaget. Genom detta skulle de knytas närmare bolaget på flera sätt, och förhoppningsvis få en positiv bild av SkiStar som de skulle förmedla till sin omgivning – tanken var alltså att göra kunder till ägare som sedan blir till ambassadörer för företaget. Även för övriga aktieköpare som inte redan var trogna kunder hoppades företagsledningen att SkiStars b-aktie genom erbjudandet skulle bli mer attraktiv, detta för att förbättra dess likviditet. Att attrahera fler kunder till anläggningarna var inte ett delmål i denna strategi, inte heller några andra kvantitativa mål fanns.<sup>74</sup>

Att rabatten fick den utformning den har idag kändes som en självklarhet för SkiStar. Det centrala var att rabatten var direkt kopplad till företagets kärnverksamhet och det naturliga valet blev då en fast procentuell rabatt på de erbjudna tjänsterna. Bolaget har under de 16 år förmånerna funnits till inte räknat något på hur stora belopp det handlat om, eller gjort några uppskattningar av hur mycket nya försäljningar de kan tänkas ha fått möjlighet att genomföra tack vare rabatten. Likviditetsaspekten är inte det som stått i centrum, framför allt inte de senaste åren. Detta sågs som viktigare när antalet aktieägare var färre. De har istället för att räkna på de rent ekonomiska effekterna sett till kundernas reaktioner på rabatterna, vilka uppges ha varit mycket uppskattande. Nu ses rabatterna som ett sätt att skapa en positiv bild av SkiStar, vilket i sin tur förhoppningsvis genererar nya kunder, menar Sjöholm. Denna potentiella kundökning är naturligtvis svår för dem att

---

71 SkiStar *Aktieägarförmåner*

72 Sjöholm, M. (2011)

73 SkiStar *Utdelning*

74 Sjöholm, M. (2011)



storleksbestämma, men sammanfattningsvis kan sägas att aktieägarförmånen till stor del har blivit ett marknadsföringsverktyg, vilket inte var det ursprungliga målet. Sjöholm nämner dock även att företagsledningen själva inte tror att aktieägarprogrammet ger dem några betydande konkurrensfördelar, utan de fokuserar på den positiva bindningen som skapas till de befintliga kunderna.<sup>75</sup>

Vad ser då SkiStar för möjliga nackdelar med sin aktieägarservice? När de skulle börja med rabatten berättar Sjöholm att de såg ett möjligt skattemässigt hot, om det var så att rabatten till aktieägarna skulle ses som en beskattningsbar förmån. En annan risk var naturligtvis att rabatten skulle bli så populär att intätsreduktionen de innebar skulle överstiga de positiva effekterna. Med detta i åtanke sattes minimigränsen på ett innehav av 200 st aktier för att få tillgång till rabatterna. Detta har resulterat i att det finns en hel del aktieägare som har köpt exakt 200 andelar. Det är en tydlig indikator på att aktieägarförmånen haft stor inverkan på deras vilja att förvärva aktier. Förutom denna effekt har SkiStar inte lagt märke till några speciella karaktärsdrag i aktieköparnas beteende och köpvilja. Sjöholms sista ord blir att SkiStar är mycket nöjda med utfallet av arbetet med aktieägarförmånerna.<sup>76</sup>

#### SkiStar B

**Noterad på:** OMX Mid Cap Stockholm

**Introduktionsdatum:** 1994-07-08

**Antal aktier 2011-02-28:** 39 188 028 st

**Börsvärde 2011-02-28:** 4369,47 MSEK

**Antal aktieägare 2011-02-28:** 16 705 st

**Investering för att bli berättigad till förmåner 2011-05-24 kl 16.19:** 21 650 SEK (200\* 108,25)

**Aktieägarförmåner:** 15% rabatt på förhandsbokad SkiPass, skidskola och skiduthyrning i SkiStars regi på samtliga av SkiStars destinationer.

**Restriktioner:** Minimikrav på 200 aktier. Rabatten kan ej kombineras med andra rabatter och erbjudanden och gäller inte aktier som ägs via kapitalförsäkring eller pensionsdepå. Endast privatpersoner är berättigade till aktieägarrabatten.

77

#### 4.1.4 New Wave Group

Tillväxtkoncernen New Wave Group har som affärsidé att skapa, förvärva och utveckla produkter och varumärken inom profilbranschen samt gåvo-, sport- och inredningssektorn. Genom en samordning av inköp, design, marknadsföring, lagerhållning samt distribution av sortimentet vill koncernen nå ett tillstånd där synergieffekter införlivas. En strategisk satsning för New Wave Group

75 Sjöholm, M. (2011)

76 Sjöholm, M. (2011)

77 SkiStar Verksamhetsberättelse 2009-2010 s. 3 & Avanza Bank *SkiStar B*

har varit att erbjuda produkter inom både profilmarknaden och detaljhandelsmarknaden för att på så sätt nå en god riskspridning och därigenom reducera sin utsatthet.<sup>78</sup>

År 1990 etablerades New Wave Group i Sverige och Norge. Fyra år senare, år 1994, expanderade verksamheten även till den finska marknaden. På samtliga av dessa tre marknader har New Wave Group nu lyckats att nå en marknadsledande position. Genom ett förvärv av företaget Craft år 1996 utvidgades koncernens verksamhet till att även omfatta försäljning inom detaljhandeln. Sedan år 2001 inkluderas presentreklam i koncernens verksamhetsbeskrivning genom ett förvärv av företaget Sagaform. Ett förvärv som tillskrivs ha haft stora synergieffekter med koncernens övriga profilverksamheter. Under år 2003 började New Wave Group utveckla sitt koncept inom yrkeskläder under varumärket ProJob. En satsning som fullbordades genom förvärvet av företaget Jobman. De tidigare nämnde förvärven har medfört att New Wave Group idag agerar som enda leverantör att erbjuda kombinationen profilkläder, presentreklam och yrkeskläder inom profilbranschen. Koncernen har sedan successivt expanderat och etablerat verksamhet i Europa och driver idag en etablerad försäljningsverksamhet med egna dotterbolag i 19 länder.<sup>79</sup>

Via återförsäljare distribuerar New Wave Group varumärket Craft på 26 marknader i Asien, Europa och Nordamerika. Genom förvärvet av Orrefors Kosta Boda-koncernen år 2005 samt Cutter & Buck under år 2007 har koncernen även lyckats etablera sig på den amerikanska marknaden. Sverige uppges fortfarande vara koncernens viktigaste marknad även om försäljningen i utlandet utgör hela 71 % av den totala försäljningen. Anledningen till att Sverige fortfarande tillskrivs vara den viktigaste marknaden beror på det faktum att flertalet av de företag som koncernen förvärvat har varit svenska.<sup>80</sup>

Det totala aktiekapitalet i New Wave uppgår till 199 030 629 kronor, vilka är fördelade på 66 343 543 aktier. Varje aktie har således ett kvotvärde om 3 kronor. New Waves B-aktie är noterad på OMX Stockholm Mid Cap. I samförstånd med svensk kutym berättigar företagets A-aktier till tio röster medan dess B-aktier berättigar till en röst. Dock ger innehavet av de båda aktietyperna rätt till lika andel i bolagets tillgångar och skulder.<sup>81</sup>

New Wave Group har ett aktieägarrabattsystem genom vilket dess aktieägare blir berättigade till 15 % rabatt på koncernens varumärken i deras egna butiker, restauranger och hotell. Hanteringen av

---

78 New Wave Group *Detta är New Wave Group*

79 New Wave Group *Historik*

80 New Wave Group *Historik*

81 New Wave Group *Aktien*

rabatterna sköts genom ett system med aktieägarkort, vilka alla aktieinnehavare kan beställa kostnadsfritt på [www.nwg.se](http://www.nwg.se). Äktieägarkortet är personligt och giltig legitimation kan behöva uppvisas vid köp. De lämnade uppgifterna i ansökningsformuläret stäms av mot Euroclear Swedens register.<sup>82</sup>

Förutom kravet att äga minst en New Wave B-aktie så utfärdas endast aktieägarkort till privatpersoner. Företag med aktieinnehav i New Wave Group blir således inte berättigade till aktieägarrabatterna. Äktieägarkortets förmåner omfattar inte varumärken som inte tillhör New Wave Group. Aktieägarrabatterna går inte att kombinera med andra rabattkort eller erbjudanden. Rabatten gäller inte heller alkohol och kan ej rättfärdigas i efterhand.<sup>83</sup>

Styrelsens har även för avsikt att, utöver dessa aktieägarrabatter, ge en utdelning till sina aktieägare motsvarande 30 % av koncernens resultat efter skatt över en konjunkturcykel.<sup>84</sup>

Vid en kortare telefonintervju genomförd med Jenny Eriksson som arbetar på New Wave Group framkom det att det huvudsakliga motivet bakom aktieägarkortets införande vad att företaget ville erbjuda en extra förmån till sina aktieägare. De tror inte att det kommer få aktieägarna att öka sina köp av företagets produkter i någon betydande utsträckning, då de utgår ifrån att personer som köper aktier i bolaget redan är befintliga kunder. Eriksson uttrycker att deras uppfattning är att de som investerar i New Waves aktier i allmänhet gör det för att de uppskattar deras produkter.<sup>85</sup>

Företaget har inte märkt någon skillnad i efterfrågan på deras aktier sedan rabatten infördes. Detta uppger Eriksson var för cirka fem år sedan, det vill säga omkring år 2006. Rabattkortet verkar inte vara någon vanlig drivkraft för en privatperson att investera i bolaget, istället händer det ofta att nyblivna aktieägare blir överraskade när de får höra talas om erbjudandet.<sup>86</sup>

New Wave har ingen officiell gräns för hur stort innehav som krävs för att bli berättigad till rabatten, så i praktiken krävs endast en andel i bolaget. Företaget har inte ägnat mycket tid åt att överväga om det skulle finnas ett behov av en sådan gräns. De har inte känt något behov av att

---

82 New Wave Group *Aktieägarkort*

83 New Wave Group *Aktieägarkort* & Flood, L. (2010)

84 New Wave Group *Aktien*

85 Eriksson, J. (2011)

86 Eriksson, J. (2011)

införa en sådan gräns, bland annat på grund av att aktierna i allmänhet ändå inte brukar säljas i särskilt små kvantiteter. De ser det inte som särskilt troligt att de skulle lida någon ekonomisk förlust till följd av att någon försöker utnyttja systemet.<sup>87</sup>

### New Wave Group B

**Noterad på:** OMX Mid Cap Stockholm

**Introduktionsdatum:** 1997-12-11

**Antal aktier 2011-03-31:** 66 343 543 st

**Börsvärde MSEK 2011-03-31:** 3031,90

**Antal aktieägare 2011-03-31:** 15 223 st

**Investering för att bli berättigad till förmåner 2011-05-24 kl 16.19:** 45,70 SEK

**Aktieägarförmåner:** 15 % rabatt på koncernens varumärken i deras egna butiker, restauranger och hotell.

**Restriktioner:** Endast innehav av en aktie krävs för att kunna nyttja aktieägarrabatten.

Aktieägarrabatten gäller ej alkohol eller i kombination med andra erbjudanden eller rabatter och blir endast berättigad för varumärken som tillhör New Wave-koncernen. Endast privatpersoner är berättigade till aktieägarrabatten. Rabatt berättigas ej i efterhand.

88

#### 4.1.5 2E Group

2E Group är en av Nordens ledande producenter inom upplevelseindustrin. Koncernen består av tre olika dotterbolag; *2Entertain*, *Hansen Event & Conference* och *Wallmans Nöjen*.<sup>89</sup> År 2010 omsatte bolaget nästan 730 miljoner kronor.<sup>90</sup> 2Entertain är verksam på en internationell marknad och arrangerar teater, musikaler, revyer och artistevenemang. Företaget har funnits sedan 1987 och säljer nu omkring 600 000 biljetter per år.<sup>91</sup> Wallmans Nöjen som verkar inom showbiz och underhållning med ”dinner show” som specialitet förvärvades av koncernen 2009.<sup>92</sup> Kedjan består av 6 helägda arenor som går under namnet *Wallmans* samt ett antal delägda scener och projekt däribland *Hamburger Börs* i Stockholm och *Ladies Night*.<sup>93</sup> Hansen Event & Conference blev helägt av 2E Group under 2010. Detta dotterbolag har en lite annan profil än de båda andra, då deras verksamhet inriktas på möten, PR-event, konferensresor och sportevenemang.<sup>94</sup>

2E Group är noterade på First North på Stockholmsbörsen sedan 2006. Börsregistreringen skedde från början år 2000 men då på Göteborgs OTC-lista. 2010-12-31 fanns det 2129 aktieägare som gemensamt ägde alla de 14 423 083 aktierna. Bolagets utdelningspolicy är att dela ut 50 % av årets

87 Eriksson, J. (2011)

88 New Wave Group *Aktien*, New Wave Group *Aktieägarkort*, Avanza Bank *New Wave B & Flood*, L.

89 2E Group *2E Group – en Upplevelsekoncern i Norden*

90 2E Group Årsredovisning 2010 s. 7

91 2E Group Årsredovisning 2010 s. 10-12

92 2E Group Årsredovisning 2010 s. 15

93 2E Group Årsredovisning 2010 s. 18

94 2E Group Årsredovisning 2010 s. 13-14

resultat efter skatt. Detta slås ut och alla aktier står för en lika stor utdelning – för år 2010 var den föreslagna utdelningen 38 öre per aktie.<sup>95</sup>

Bolaget tillämpar dessutom vad de kallar ”ett unikt aktieägarprogram som inte bara ger avkastningar i kronor och ören”.<sup>96</sup> Programmet lanserades 2006, samma år som företaget noterades.<sup>97</sup> Målet med detta tillskrivs vara att engagera aktieägarna så de blir kunniga vad gäller företagets verksamhet, och får en nära relation till denna.<sup>98</sup> Programmet har två nivåer – silver respektive guld – och en tredje högre än dessa två håller på att utvecklas och ska lanseras under 2011. Silvernivån är öppen för alla med ett innehav på minst 1000 aktier, och för guldmedlemskap krävs 2000 stycken.<sup>99</sup> Detta motsvarar den 23 maj 2011 en investering på 15 800 alternativt 31 600 kronor.<sup>100</sup> Att gränsen sattes just vid 1000 aktier berodde på att det fanns en stor mängd investerare med mindre innehav, på mellan 50 och 800 st aktier. Genom att premiera alla som köpt minst tusen st hoppades 2E Group att få dessa aktieägare att öka sitt innehav.<sup>101</sup>

Det som ingår i programmet för vad bolaget själv titulerar ”Sveriges roligaste aktie” är: minst 3 gratisbiljetter till upplevelser per år, däribland exklusiva förhandsvisningar, gratis garderob på utvalda arenor, förtur på biljettbokning via en egen försäljningskanal, fördelaktiga sistaminuten-erbjudanden på föreställningar samt specialaktiviteter och erbjudanden från 2Entertains samarbetspartners. Guldnivån bjuder på ”fler och vassare” förmåner, men exakt vad dessa innebär framgår inte i den offentliga informationen. Klart är dock att minst 5 upplevelsebiljetter ingår årligen för investerare med minst 2 000 aktier.<sup>102</sup>

Det är aktieägaren själv som får ta initiativet och ansöka om att ta del av aktieägarprogrammet, genom att maila in sina uppgifter till 2E Group. Bolaget själv arbetar alltså inte för att rekrytera sina aktieägare till programmet.<sup>103</sup> Vid bokslutet 2010 ingick 846 av de totalt 2 129 aktieägarna i programmet.<sup>104</sup> Varje månad kontrolleras medlemmarna och jämförs med 2E Groups aktieägarbok

---

95 2E Group Årsredovisning s. 22

96 2E Group Årsredovisning s. 22

97 Hovemyr, Å. (2011)

98 2E Group Årsredovisning s. 22

99 2E Group Årsredovisning s. 23

100 Affärsvärlden *2E Group*

101 Hovemyr, Å. (2011)

102 2E Group *Aktieägarprogram 2E Group*

103 2E Group *Aktieägarprogram 2E Group*

104 2E Group Årsredovisning s. 22

som de hämtar från Euroclear. Detta för att säkerställa att den som sålt sina aktier inte finns kvar i programmet.<sup>105</sup>

Vi har ställt en del frågor till Åsa Hovemyr som arbetar som kontaktperson för Investor Relations på 2E Group. På frågan om varför aktieägarprogrammet infördes från början svarar hon att det fanns två drivkrafter bakom lanseringen. Dels ville de locka fler att investera i bolaget, och dels ville de få de som redan hade innehav i företaget att få bättre förståelse för företaget och dess produkter. Genom att ge större insyn i bolagets verksamhet skulle de få mer aktiva och engagerade aktieägare. 2E Group ser inte aktieägarprogrammet som ett konkurrensmedel.<sup>106</sup>

Att programmet är utformat så som det är beror på att det skapar relativt lite kostnader för 2E Group. De biljetter som medlemmarna i programmet erbjuds är för det mesta till generalrepetitioner eller sistaminuten-försäljningar. Det handlar alltså om biljetter som inte är till salu i normala fall, vilket innebär att 2E Group inte lider någon ekonomisk skada av att dela ut biljetterna gratis. Tanken med att låta aktieägarna ta del av olika föreställningar utan kostnad är att dessa sedan ska sprida goda ord om dem, och på så sätt fungera som ambassadörer för företaget som ger bra publicitet. Att erbjuda en mer beständig rabatt till sina aktieägare valde 2E Group medvetet bort. De trodde inte att detta skulle ge samma engagemang hos innehavarna, och de trodde inte heller att de skulle fungera lika bra som ambassadörer.<sup>107</sup>

Har då lanseringen av aktieägarprogrammet fått de effekter som bolaget hoppades på? Enligt Hovemyrs egen uppfattning har aktieägarna faktiskt blivit mer aktiva och engagerade. De har även kunnat urskilja en ökad efterfrågan på aktien, och framför allt ett ökat intresse från media, vilket ses som positivt.<sup>108</sup>

---

105 Hovemyr, Å. (2011)

106 Hovemyr, Å. (2011)

107 Hovemyr, Å. (2011)

108 Hovemyr, Å. (2011)

## 2E Group

**Noterad på:** First North

**Introduktionsdatum:** 2000-06-28

**Antal aktier 2011-03-31:** 14 423 083 st

**Börsvärde MSEK 2011-03-31:** 223,56

**Antal aktieägare 2011-03-31:** 2 089 st

**Investering för att bli berättigad till förmåner 2011-05-24 kl 16.22:** Silvernivå 15 700 SEK (1000\*15,70), Guldnivå 31 400 SEK (2000\*15,70)

**Aktieägarförmåner:** Aktieägarförmånerna varierar beroende på vilka föreställningar, events och produktioner som för tillfället genomförs av 2E Group. Genom aktieägarförmånsprogrammet på silvernivå garanteras du som aktieägare minst 3 gratisbiljetter till upplevelser per år, däribland exklusiva förhandsvisningar, gratis garderob på utvalda arenor, förtur på biljettbokning via en egen försäljningskanal, fördelaktiga sistaminuten-erbjudanden på föreställningar samt specialaktiviteter och erbjudanden från 2Entertains samarbetspartners. Guldnivån tillskrivs bjuda på ”fler och vassare” förmåner och där blir du som aktieägare garanterad minst 5 upplevelsebiljetter årligen.

**Restriktioner:** Silvernivån är öppen för alla med ett innehav på minst 1000 aktier. För berättigande till de förmåner som följer med ett guldmemberskap krävs minst 2000 aktier.

109

## 4.2 Investerarperspektivet

### 4.2.1 SAS

#### SAS

År	2010	2009	2008	2007	2006
Aktiekurs per den 31 dec (SEK)	22,5	30,23	18,95	41,5	58,25
Vinst per aktie (SEK)	-6,74	-8,96	-38,66	3,87	28,1
Utdelning (SEK)	0	0	0	0	0
Direktavkastning (%)	0	0	0	0	0
P/e-tal (ggr)	-	-	-	10,7	2,1

Källa: SAS årsredovisning 2010 s. 43

Ur tabellen ovan, som återger finansiell information om företaget SAS, går att utläsa att SAS inte haft någon utdelning de senaste fem åren. Att SAS de senaste åren haft det tufft ekonomiskt är inget som undgått tablåerna och för tredje året i rad redovisade koncernen ett negativt resultat. Direktavkastningen, utdelningen i förhållande till kursen i procent, är på grund av dåliga resultat och avsaknaden av utdelning inte existerande.

Från år 2007 och 2006 kan ett P/E-tal på 10,7 respektive 2,1 härledas. Ett P/E-tal anger hur pass högt ett företag är värderat i förhållande till dess vinst samt hur många årsvinster det värderats till. Med andra ord kan måttet användas i syfte att undersöka hur pass dyr en aktie är. Ett högt P/E-tal

tyder på höga förväntningar på framtida vinster och definieras som aktuell aktiekurs dividerat med vinst per aktie, price/earning.<sup>110</sup> P/E-talet blir således ett verktyg för att undersöka hur lång tid det tar innan investeringen är intjänad, under förutsättning att vinsten förblir oförändrad genom åren.

I fallet vid investering i SAS skulle en investering med den 31 december 2006 års aktiekurs på 58,25 SEK vara återbetalad 2,1 år senare. Ett år senare, den 31 december 2007, hade aktiekursen sjunkit till 41,50 SEK och vid ett köp skulle det istället antas dröja 10,7 år innan investeringen i aktien var intjänad. Annorlunda uttryckt skulle kostnaden för varje krona företaget tjänar per år uppgå till 2,10 kronor respektive 10,70 kronor för en investering år 2006 respektive år 2007. Även här under förutsättning att vinsten förblir oförändrad. Med anledning av att SAS gått med förlust de tre senaste åren, år 2008 till 2011, kan koncernen inte värderas med måttet P/E-tal då detta antar ett negativt värde.<sup>111</sup>

Som går att utläsa av tabellen ovan har SAS haft en negativ aktiekursutveckling. Mellan den 31 december år 2006 och samma datum fyra år senare har aktiekursen sjunkit från 58,25 till 22,5. Vi kan alltså se en negativ kursutveckling där en eventuell investering den 31 december 2006 skulle ha medfört en förlust på 35,75 SEK per aktie på bokslutsdagen år 2010. En positiv kursutveckling går att urskilja från den 31 december år 2008 till den 31 december år 2009, denna håller dock inte i sig till nästkommande bokslut.

Förutom denna statistik som talar emot att ett aktieköp i SAS skulle vara rationellt så får avkastningen i form av aktieägarförmåner inte falla i glömska. Då koncernens aktieägarförmånssystem är utformat så att ett begränsat antal biljetter på utvalda avgångar är tillgängliga till ett rabatterat pris' blir det en omöjlig uppgift för såväl författarna som en rationell investerare att göra beräkningar på den avkastning ett eventuellt utnyttjande av förmånerna för med sig. Värt att poängtera är dock att värdet av de rabatter som utnyttjas måste överstiga 14 300 SEK för att täcka den kursförlust som ett aktieinnehav på 400 aktier har dragit på sig mellan den 31 december år 2006 till den 31 december fyra år senare.

---

110 Aktiespararna *Multipelvärdering*

111 Aktiespararna *Multipelvärdering*



## 4.2.2 Rezidor Hotel Group

### *Rezidor Hotel Group*

År	2010	2009	2008	2007	2006
Aktiekurs per den 31 dec (SEK)	40,9	24,4	18,8	38,9	59
Vinst per aktie (EUR)	-0,02	-0,19	0,18	0,31	0,19
Utdelning (EUR)	0	0	0	0,1	0,06
Direktavkastning (%) 1)	0	0	0	2,6	1
P/e-tal (ggr) 2)	-	-	10,4	12,5	31,1

1) Då aktiekursen per den 31 dec är angiven i SEK och utdelningen i EUR har vi i denna beräkning använt oss av en schablonvalutakurs där 10 SEK = 1 EUR.

2) Då aktiekursen per den 31 dec är angiven i SEK och vinst per aktie i EUR har vi i denna beräkning använt oss av en schablonvalutakurs där 10 SEK = 1 EUR.

Källa: Rezidor Hotel Groups årsredovisning 2010 (s. 16, 75), 2007 (s. 26), 2006 (s. 14)

Även för Rezidor Hotel Group kan vi utläsa en negativ aktiekursutveckling från år 2006 till 2008. Denna aktiekursutveckling har sedan som vi kan utläsa ur tabellen ovan vänt och fått en mer positiv utveckling där börskursen var 40,9 per den 31 december år 2010, detta trots att företaget redovisade en förlust både år 2009 och 2010. Trots att efterfrågan på aktien ökat under år 2009 och 2010 så har aktiepriset fallit 18,1 SEK under den tidsperiod vi valt att studera.

På grund av att Rezidor Hotel Group redovisat en förlust år 2009 och 2010 kan inget P/E-tal presenteras. Däremot kan vi med hjälp av detta mått utläsa att en investering den 31 december år 2006, då priset på en aktie uppgick till 59 SEK, skulle vara återbetalad först 31,1 år senare. Ett år senare, den 31 december 2007, skulle det istället antas dröja 12,5 år innan investeringen i aktien var intjänad. Den 31 december år 2008 var priset på Rezidor-aktien 18,8 SEK. En investering som baserat på vinst per aktie för samma år antas vara återbetalad efter 10,4 år. Dessa antaganden om payback-tid gäller som tidigare nämnt under förutsättning att vinsten förblir oförändrad. Med andra ord skulle kostnaden för varje krona företaget tjänar per år uppgå till 31,1 SEK, 12,5 SEK respektive 10,4 SEK för en investering år 2006, 2007 respektive 2008. Även här under förutsättning att vinsten förblir oförändrad.

År 2006 föreslog Rezidor Hotel Group en utdelning på 0,06 EUR per aktie. Nästföljande år låg den föreslagna utdelningen på 0,1 EUR per aktie. Dessa år uppgick därför direktavkastningen till 1 respektive 2,6 procent. För bokföringsåren år 2008, 2009 till 2010 utgavs ingen utdelning till aktieägarna och därför kan inte heller någon direktavkastning för dessa år beräknas.

Precis som i fallet SAS blir beräkningarna kring den totala avkastningen som ett aktieköp av Rezidor Hotel Group-aktien inneburit besvärliga. I detta fall blir en aktieägare automatiskt Gold Elite-medlem i hotellkedjans lojalitetsprogram. En del av förmånerna som berättigas genom detta medlemskap är svåra att transformera till monetära avkastningstermer. Rumsgaranti vid bokning minst 72 timmar i förväg, tidig incheckning och sen utcheckning samt välkomstpresents vid ankomst är snarare ett sätt att tilldela aktieägarna förmåner i form av service och ökat mervärde. För den som tillbringar många nätter på hotell kan denna investering komma att bli mycket förmånlig då förutom att förmånsprogrammet berättigar till 10 procent på standardrum på alla Rezidors hotell så kan upp till två gratis helgnätter erhållas vid övernattnings under veckan.

Eftersom endast en aktie krävs för att bli berättigad till aktieägarförmåner är allt som krävs att utnyttjandet av dessa förmåner och utdelningarna tillsammans uppgår till 18,10 SEK för att investeringen i Rezidor Hotel Group ska ha fått ett positivt utfall vid utgången av 2010. Då vi använt oss av en schablonväxelkurs där 10 SEK = 1 EUR vid beräkningen av direktavkastningen och P/E-talet behöver utnyttjandet av aktieägarbatten endast uppgå till 16,50 SEK (18,1-1,6) för att investeringen i företaget ska ha genererat en positiv avkastning. Den tioprocentiga rabatt som aktieägarprogrammet bland annat berättigar till skulle vid närmre undersökning exempelvis kunna medföra en rabatt på 123 SEK på en övernattnings för två personer i ett Standard Guest Room på Radisson Blu Scandinavia Hotel i Köpenhamn lördagen den 30 juli 2011.<sup>112</sup> Vid en övernattnings på Park Inn i Prag för två personer samma dag skulle en rabatt på 60 SEK utfordras.<sup>113</sup> På Radisson Blu Portman Hotel i London under samma datum uppgår rabatten till 161 SEK för två personer i ett Standard Guest Room.<sup>114</sup> Möjligheten att vid övernattnings mitt i veckan kunna erhålla upp till två gratis helgnätter skulle bespara aktieägaren 1 234 SEK för övernattnings på Radisson Blu Scandinavia Hotel, 604 SEK för en övernattnings på Prag Inn samt 1 606 för en övernattnings på Radisson Blu Portman Hotell den 30 juli 2011. Dessa uträkningar är genomförda den 27 maj 2011 och kan komma att fluktuera beroende på hur stark den svenska kronan förhåller sig till utländsk valuta samt hur hotellkedjan väljer att prissätta sina rum. Förutom dessa rabatter kan aktieägaren även nå en högre avkastning genom att besöka en av företagets heldagsöppna restauranger. Med andra ord finns det gott om utrymme för aktieägaren att nå en stor avkastning på investeringen.

---

112 The Rezidor Hotel Group *Find & Book* & Forex

113 The Rezidor Hotel Group *Find & Book* & Forex

114 The Rezidor Hotel Group *Find & Book* & Forex

### 4.2.3 SkiStar

#### *Skistar*

År	2009/2010	2008/2009	2007/2008	2006/2007	2005/2006
Aktiekurs per den 31 aug (SEK)	123,75	111	87	114,25	119
Vinst per aktie (SEK)	8,52	6,96	4,94	4,5	6,19
Utdelning (SEK)	5,5	5	4,5	4,5	4,5
Direktavkastning (%)	4,4	4,5	5,2	3,9	3,8
P/e-tal (ggr)	15	16	18	25	19

Källa: Skistars årsredovisning 2009/2010 s. 31

På grund av att SkiStar har brutet räkenskapsår, från den 1 september till den 31 augusti, visar tabellen ovan aktiekursen per den 31 augusti istället för den 31 december. Även för SkiStar B kan vi uttyda att aktiekursen har sjunkit från den 31 augusti 2006 till den 31 augusti 2008. Vid de två nästföljande boksluten, år 2009 och 2010, har förtroendet för SkiStar B på nytt ökat och per den 31 augusti år 2010 kan vi utläsa att priset på aktien var uppe i 123,75 SEK. Totalt sett har aktiepriset ökat med 4,75 SEK under den undersökta perioden.

SkiStar har gått med vinst alla de år vi undersökt och hur stor denna vinst blev per aktie återfinns i tabellen ovan. Under redovisningssåren 2005/2006, 2006/2007 samt 2007/2008 var den föreslagna utdelningen 4,50 SEK per aktie för vart och ett av åren. 2008/2009 föreslogs en utdelning till SkiStar B:s aktieägare på 5 SEK per aktie och under 2009/2010 hade denna föreslagna utdelning per aktie ökat ytterligare 50 öre. Direktavkastningen på aktierna har under samtliga av de undersökta åren hamnat på mellan 3,8 och 5,2 procent. För närmare studerande av den exakta direktavkastningen se tabellen ovan.

Genom beräkningen av SkiStar B:s P/E-tal fann vi att en investering den 31 augusti år 2006, då priset på en aktie uppgick till 119 SEK, skulle antas vara återbetalad först 19 år senare under förutsättning att vinsten blir oförändrad nästföljande år. Vidare baserat på detta antagande skulle en investering ett år senare, den 31 augusti 2007, kräva en återbetalningstid på 25 år. Den 31 augusti år 2008 skulle en investering först antas vara återbetalad 18 år senare. En investering den 31 augusti skulle antas vara återbetalad 16 år senare. Slutligen skulle ett köp av aktien den 31 augusti år 2010 däremot vara intjänad efter 15 år om vinsten förhöll sig oförändrad. Annorlunda uttryckt skulle kostnaden för varje krona företaget tjänar per år uppgå till 19 SEK, 25 SEK, 18 SEK, 16 SEK respektive 15 SEK för en investering på balansdagen år 2006, 2007, 2008, 2009 respektive 2010. Även här under förutsättning att vinsten förblir oförändrad.

SkiStar har själv gjort beräkningar i sina årsredovisningar för att visa på vad deras aktieägarförmåner skulle kunna betyda för en tvåbarnsfamilj. Då det krävs 200 aktier för att bli berättigad till koncernens aktieägarförmåner vilka medför 15 procents rabatt på SkiPass, skidhyra samt skidskola krävs en investering på 23 800 SEK. Detta sker i vårt exempel den 1 september år 2006. Vid utgången av räkenskapsåret hade denna investering förutom en utdelning på 900 SEK även kunnat resultera i 1 700 SEK rabatt till följd av nyttjande av aktieägarförmånen vid köp av SkiPass, skidhyra samt skidskola för hela familjen. Emellertid så belastades en aktieägare med innehav av 200 aktier en kursförlust på 850 SEK. Det ger en totalavkastning 1 750 SEK eller 7,4 procent.<sup>115</sup> Avkastningen för nästföljande år har kommit att bli:

- 1/9 2007-31/8 2008: utnyttjande av aktieägarförmån 1 713 SEK, utdelning à 900 SEK,<sup>116</sup> aktiekursförlust à -5 450 → totalavkastning -2 837 = -12 procent.
- 1/9 2008-31/8 2009: utnyttjande av aktieägarförmån 1 807 SEK, utdelning à 900 SEK,<sup>117</sup> aktiekursvinst à 4 800 → totalavkastning 7 507 = 43 procent.
- 1/9 2009-31/8 2010: utnyttjande av aktieägarförmån 1 748 SEK, utdelning à 1 000 SEK,<sup>118</sup> aktiekursvinst à 2 550 → totalavkastning 5 298 = 24 procent

#### 4.2.4 New Wave Group

##### *New Wave Group*

År	2010	2009	2008	2007	2006
Aktiekurs per den 31 dec (SEK)	40,4	27,5	6,25	67,5	77,25
Vinst per aktie (SEK)	3,26	1,27	2,18	3,33	3,44
Utdelning (SEK)	1	0,25	0,18	1	1
Direktavkastning (%)	2,5	0,9	2,9	1,5	1,3
P/e-tal (ggr)	12,03	20,54	2,87	19,36	22,26

Källa: New Wave Groups årsredovisning s. 77

Ur tabellen ovan går att utläsa att New Wave Group haft en kursutveckling där, precis som i de övriga studerade fallen, efterfrågan varit som allra lägst under år 2008 där priset var 6,25 SEK.

<sup>115</sup> SkiStar Verksamhetsberättelse 2006-2007 s. 12

<sup>116</sup> SkiStar Verksamhetsberättelse 2007-2008 s. 12

<sup>117</sup> SkiStar Verksamhetsberättelse 2008-2009 s. 32

<sup>118</sup> SkiStar Verksamhetsberättelse 2009-2010 s. 32

Under undersökningsperiodens gång har kursen sammanlagt minskat med 36,85 SEK. Detta trots att företaget under samtliga år redovisat en vinst.

Utdelningar till aktieägarna har gjorts alla de studerade åren och beloppen framgår av tabellen ovan. Direktavkastningen var som lägst vid utgången av 2009 då den uppgick till 0,9 procent och som högst ett år tidigare då den beräknats till 2,9 procent, vilken även detta specificeras i tabellen.

P/E-talen har fluktuerat kraftigt under perioden. Den 31 december år 2008 var det som lägst och vid denna tidpunkt skulle investeringen vara återbetalad efter 2,87 år under förutsättning att vinsten förblev oförändrad. En investering den 31 december år 2006 skulle däremot ta hela 22,26 år på sig att bli återbetalad. Med andra ord skulle kostnaden för varje krona företaget tjänar per år uppgå till 2,87 SEK för en investering den 31 december år 2006 och 22,26 SEK för en investering den 31 december 2007. Även här under förutsättning att vinsten förblir oförändrad.

Då avkastningen på utnyttjandet av aktieägarförmånen beror på konsumtionen av koncernens varumärken blir problematiskt för oss att kunna återspegla genomsnittskundens konsumtionsvanor i ett räkneexempel. Eftersom ett innehav av en enda aktie räcker för att bli berättigad till aktieägarförmånerna kan vi dock konstatera att erhållen rabatt endast behöver uppgå till de 36,85 SEK som motsvarar kursförlusten med avdrag för den totala utdelningen på sammanlagt 2,43 SEK för att investeringen ska nå break-even under den undersökta tidsperioden. De erhållna rabatterna som en aktieägare berättigas till behöver således endast uppgå till 34,42 SEK för att investeringen ska kunna ses som lönsam.

#### 4.2.5 2E Group

##### **2E Group**

År	2010	2009	2008	2007	2006
Aktiekurs per den 31 dec (SEK)	16,6	17,2	11	24,9	-
Vinst per aktie (SEK)	0,77	1,09	1,41	2,27	2,23
Utdelning (SEK)	0,39	0,55	0,7	1,1	-
Direktavkastning (%)	2,3	3,2	6,7	4,4	-
P/e-tal (ggr)	7,2	15,8	7,8	11	-

Källa: 2E Groups årsredovisning 2010 (s. 22-23), 2008 (s. 6, 9, 26)

2E Groups aktiekursutveckling framgår av tabellen ovan. I denna studie har vi fått bortse från 2006 års siffror då företaget på grund av flytt inte hade möjlighet att ge oss dessa. Även i detta fall går det att urskilja att efterfrågan på företagets aktie varit som allra lägst under år 2008 där priset uppgick till 11 SEK. Priset på aktien var som högst bokslutet år 2007 och har sedan dess sjunkit till 8,30 SEK. 2E Group har under var och ett av de fem åren redovisat ett positivt resultat vilket även det framgår av tabellen ovan.

Utdelningar till aktieägarna har gjorts under alla de undersökta åren. Beloppen kan utläsas ur tabellen ovan. Direktavkastningen som också framgår av tabellen var som lägst vid utgången av 2010, då den antog ett värde på 2,3 procent. Det är vi kunde utläsa den högsta direktavkastningen på en investering var vid utgången av 2008, då den beräknades till 6,7 procent.

Gällande de framtagna P/E-talen var det som lägst den 31 december år 2010. Vid denna tidpunkt skulle investeringen vara återbetalad efter 7,2 år under förutsättning att vinsten förblev oförändrad. En investering den 31 december år 2009 skulle däremot ta 15,8 år på sig att bli återbetalad. Annorlunda uttryckt skulle kostnaden för varje krona företaget tjänar per år uppgå till 7,20 SEK för en investering den 31 december år 2010 och 15,80 SEK för en investering den 31 december 2009. Detta återigen under förutsättningen att vinsten är bestående.

För att bli berättigad till silvernivåns aktieägarförmåner krävs den 31 december år 2007 en investering på 24 900 SEK. Ett berättigande till guldnivåns aktieägarförmåner innebär en investering på 49 800 SEK. Avkastningen i form av utdelning under den undersökta perioden uppgick till 2350 SEK vid ett innehav av 1000 aktier samt 4700 SEK för ett innehav av 2000 aktier. Investeringen har dock genererat en kursförlust 8300 SEK respektive 16 600 SEK.

För att få en idé om vad utnyttjandet av de gratisbiljetter som aktieägarna garanteras skulle kunna betyda för en aktieägare gick vi in på bolagets hemsida och jämförde biljettpriser för de tillfället uppsatta föreställningarna. De dyraste föreställningarna som koncernen erbjöd i Sverige var prissatta till 745 SEK och den billigaste hade ett pris på 250 kr.<sup>119</sup> Utöver dessa fribiljetter erbjuds andra aktieägarförmåner vilka är av servicekaraktär och därför inte kan omräknas till monetära termer på ett tillförlitligt sätt.

---

119 Wallmans *Welcome to Wallmans & 2Entertain Boka dina biljetter direkt här!*

#### **4.2.6 Jämförelse av kursutvecklingen mellan OMX Stockholm Mid Cap PI och SAS, Rezidor Hotel Group, SkiStar samt New Wave Group**

Under bilaga 2 återfinns en sammanställning av de studerade företagens aktiekurser under en femårsperiod för att ytterliggare tydliggöra de fluktuationer som förekommit. I bilagan finns en återspeglning av aktiekursutvecklingen för OMX Stockholm Mid Cap för att på så sätt ge en bild av prisutvecklingen för de studerade företagen i relation till börslistans prisindex. 2E Group har exkluderats från denna jämförelse med anledning av att aktien är noterad på First North. Varje graf i bilagan visar kursutvecklingen för tidsperioden 2006-12-31 till 2010-12-31.

### **4.3 Beskattningsperspektivet**

När ett företag ger utdelning till sina aktieägare är detta skattepliktigt. Utdelning ges i regel i form av kontanter, men det ligger nära till hands att fråga sig om andra typer av ersättningar från företag till investerare borde gå under samma beteckning.

I en informationsbroschyr från Skatteverket kan följande läsas: ”Utdelning är i princip all inkomst eller värde som andelsägaren tillförs i sin egenskap av ägare. Utdelning lämnas vanligen med kontanta pengar, men kan även avse annan egendom eller förmån...Utdelning kan även avse förmån att köpa egendom från bolaget under marknadsvärdet”.<sup>120</sup> Detta citat ger intrycket att aktieägarförmåner, åtminstone i de fall de utgörs av rena rabatter, bör behandlas precis som vilken utdelning som helst och därigenom beskattas på samma sätt. Längre fram i Skatteverkets instruktioner redogörs för hur olika typer av utdelning ska deklarerars, och där görs det klart att om utdelning i form av sakegendom förekommer ska dess värde redovisas tillsammans med den sedvanliga kontanta utdelningen.<sup>121</sup> När aktieägaren köpt varor till underpris eller erhållit eventuella övriga förmåner ska detta behandlas som utdelning i form av sakegendom.<sup>122</sup> Det tycks enligt detta utlåtande alltså vara tveklöst att olika typer av aktieägarförmåner skattemässigt ska behandlas precis som vilken utdelning som helst. Men fungerar det så i praktiken?

---

120 Skatteverket: *Kontrolluppgifter – ränta, utdelning m.m.* s. 23

121 Skatteverket: *Kontrolluppgifter – ränta, utdelning m.m.* s. 24

122 Skatteverket: *Kontrolluppgifter – ränta, utdelning m.m.* s. 25

För att svara på detta har vi studerat två rättsfall inom ämnet. De är visserligen ganska gamla, men nämns i flera aktuella artiklar inom ämnet och är idag i stort sett den enda rättspraxis som finns att tillgå i frågor angående aktieägarförmåner.

Att rättsfallen är av äldre karaktär har också sin naturliga förklaring i att aktieägarförmåner var mer vanligt förekommande förr, med en storhetstid på 1980-talet. De mest kända rabatterna till investerare erbjöd varuhusen *MEA* och *NK* vilka gav sina aktieägare ett rabattkort som berättigade till mellan fem och tio procents rabatt på hela sortimentet.<sup>123</sup> Och det är just NK:s så kallade *guldkort* som det första rättsfallet vi studerat (RÅ 1983 1:52) behandlar. Här var det en privatperson som övervägde att investera i aktiebolaget som tog kontakt med ansvariga inom NK för att ta reda på om den aktuella rabatten skulle innebära en skattepliktig intäkt. Då NK inte hade något svar på detta efterfrågade de båda parterna gemensamt ett förhandsbesked i frågan från Skatteverket. Svaret blev att personer som utnyttjade rabattkortet inte behövde betrakta de avdragna beloppen som en skattepliktig intäkt, och NK själv blev inte heller beskattade för lämnade rabatter. De bakomliggande argument som lett fram till detta var bland annat rabattens omfattning bestämdes av storleken på kunden/aktieägarens köp och inte aktieinnehav, samt att beloppen som ”delas ut” till aktieägarna på detta sätt inte är beroende av bolagets resultat. Dessutom ansågs förmånen som guldkortet innebar inte överstiga de belopp som kundrabatt till lojala kunder brukar omfatta. Regeringsrätten hade inga invändningar på detta besked.<sup>124</sup>

RÅ 1983 1:55 behandlar en annan form av aktieägarförmån. Även detta är ett förhandsbesked angående en taxeringsfråga. SEB hade utvecklat ett nytt koncept inom sparande, bestående av en ny typ av sparkonto vid namn A-konto. Dessa skulle vara exklusiva för bankkunder med aktieinnehav i SEB, och ha förmånligare ränta på inlånade pengar. Innan lanseringen tillfrågade banken själva Skatteverket om räntan från A-kontona skulle vara avdragsgill precis som bankens ordinarie räntekostnader. Från Skatteverket blev svaret att denna speciella typ av räntekostnad inte kan behandlas enligt den normala rutinen. Eftersom den förutsätter aktieinnehav sågs detta som en ”förklädd” avkastning, och anvisningarna blev att räntan skulle delas upp i två olika poster. Den del av räntekostnaden som motsvarar en standardränta för en reguljär kund skulle behandlas som sådan, och det resterande beloppet skulle bokas som aktieutdelning. Således kunde banken inte dra av hela räntekostnaden för A-kontona.<sup>125</sup>

---

123 Listerby, C. A. (2010)

124 RÅ 1983 1:52

125 RÅ 1983 1:55



Regeringsrätten höll dock inte med om förhandsbeskedet. Eftersom den extra räntan beräknas enbart utifrån aktiviteten på kontot och dessutom inte uppgår till några verkligt betydande belopp gav de tillstånd till SEB att deklarerar de fullständiga ränteutbetalningarna till A-konton som avdragsgilla.<sup>126</sup> Regeringsrätten lade även fram tesen att så länge en aktieägarförmån är tydligt kopplad till bolagets ordinarie verksamhet bör den snarare ses som en typ av kundvård än någon form av utdelning. Kostnader eller inkomstreduktioner som uppstår i samband med dessa ska alltså beskattas på samma sätt som om de vore ett resultat av vanliga lojalitetsprogram.<sup>127</sup> SEB kunde i och med detta uttalande driva dessa exklusiva aktieägarkonton på det sätt som var tänkt från början, och fortsatte med det ända fram till i mars år 2009. Banken själva uppgav i sin offentliga information i samband med avvecklingen att anledningen till att de upphörde var det bristande intresse från kundernas sida.<sup>128</sup>

För att reda ut vad som egentligen gäller tog vi kontakt med Skatteverket. Tyvärr återkom de inte till oss med svar på vår fråga, men i en artikel hos Avanza Bank fann vi ett tidigare uttalande inom området från myndigheten. Enligt skattedirektören som citeras är regeln att en aktieägarförmån inte får vara "alltför förmånlig" för att undgå beskattning. Detta kan uppfattas som en mycket godtycklig regel, men specificeras lite närmare genom påståendet att rabatten som erbjuds till en aktieägare inte får överstiga den största rabatt som en vanlig kund har möjlighet att få på endast affärsmässiga grunder.<sup>129</sup> Här återkommer alltså tankarna om att aktieägarförmåner som motsvarar dem som ett vanligt lojalitetsprogram innebär ses som skattefria.

#### ***4.4 Det redovisningsmässiga perspektivet***

Att finna svar på exakt hur en aktieägarförmån ska redovisas i de lagar och redovisningsstandarder som är gällande i Sverige är definitivt inte oproblemiskt. Faktum är att det inte existerar någon uttryckt rekommendation för hur dessa ska hanteras i bokföringen, eftersom de är så pass ovanligt förekommande. Då aktieägarförmåner i olika former är mindre sällsynta utomlands skulle man kunna tro att de internationella redovisningsnormerna IFRS skulle innehålla någon mer tydligt uttryckt information, men detta verkar inte vara fallet. Eftersom svenska noterade företag ska följa IASB:s rekommendationer i sin redovisning är det dessa som är aktuella i detta fall. Onoterade företag kan ju inte erbjuda aktieägarrabatter i samma utsträckning.

---

126 RÅ 1983 1:55

127 RÅ 1983 1:55 & Listerby, C. A. (2010)

128 Listerby, C. A. (2010)

129 Levander, M. (2009)

Något som verkar stå klart enligt IAS 18 *Intäkter* är åtminstone att en rabatt, oavsett om det är en ”vanlig” sådan eller en aktieägarrabatt inte ska räknas in i beloppet som redovisas som intäkt. Detta enligt p. 10, som menar att en intäkt ska redovisas till det verkliga värdet *med beaktande av eventuella handelsrabatter*.<sup>130</sup> Hit torde även olika former av aktieägarrabatter räknas.

Rabatter i andra mer vanligt förekommande former redovisas alltså enkelt som en intäktsreduktion. Enligt Eva Törning, redovisningsexpert på Grant Thornton, finns det ingen anledning att redovisa rabatter till aktieägare på något annat mer redovisningskomplext sätt.<sup>131</sup>

---

130 IAS 18 *Intäkter*, p. 10

131 Törning, E. (2011)

## 5. Analys

### 5.1 Företagsledningsperspektivet

#### Relationsmarknadsföring

Relationsmarknadsföring är aktuellt i detta fall eftersom en vanlig drivkraft bakom ett införande av en aktieägarförmån är att försöka knyta sina kunder alternativt aktieägare närmare bolaget. Detta för att underlätta och ge incitament till köp respektive långsiktigt ägande. Att sådana tankar är de viktigaste argumenten för att lansera ett aktieägarförmånssystem ser vi i vår empiri hos till exempel SAS och SkiStar. Flera företag i vår undersökning gav som första svar på frågan om varför de införde sina aktieägarförmåner att det berodde på att de ville erbjuda något extra till sina aktieägare. Frågan för oss att utreda blir då varför företagen vill ge mervärde till sina aktieägare? Det borde väl finnas en bakomliggande ekonomisk drivkraft, då en rationell företagsledning inte hade erbjudit något sådant bara ”för att vara snäll”. Vi tolkar situationen som sådan att det egentliga målet är att ge aktieägarna en positiv bild av företaget som helhet, för att de sedan ska sprida goda ord om dem. Det verkar alltså handla om en form av marknadsföring.

Med stöd av teorin om relationsmarknadsföring knyter en person med ett aktieinnehav som berättigar till någon form av förmåner starkare band till företaget än om det inte förekommit någon form av specialbehandling. Att ständigt ge positiva påminnelser om bolaget på många olika sätt befäster varumärket på ett bra sätt i individernas medvetande. Detta gäller givetvis all marknadsföring. I just de fall som denna uppsats behandlar sätter sig ett aktiebolag dock i en speciell situation som gör att de kan knyta individerna till sig på två sätt samtidigt, både som kunder och som aktieinnehavare. Detta är förstås en av de väsentliga poängerna med att tillämpa aktieägarförmåner.

För företagsledningen är det av yttersta vikt att bilden som aktieägaren får av företaget är positiv. Det skapar grunden till en långvarig och fruktbar relation mellan de två parterna. Att ge bra erbjudanden till sina kunder är ett bra sätt att ge en positiv bild, och om fördelarna är exklusiva endast för en utvald skara, exempelvis aktieägarna, känner sig dessa speciella vilket skapar ett djupare band. I de praktiska tillämpningar av aktieägarförmåner som skildras i denna uppsats byggs väl inte direkt en personlig relation mellan en kund och en viss anställd på ett företag, men en

individ kan även uppleva att denne har ett band till ett företag som helhet. Den starka igenkänningsfaktor som ett varumärke ger upphov till har människor lätt att känna anknytning till. Även om vi antar att en relation mellan två människor är den som i allra högst utsträckning ger positiva effekter, enligt teoriavsnittet om relationsmarknadsföring, så kan gynnsamma följder uppstå även när en förbindelse byggs upp mellan en individ och ett företag som enhet.

När ett förhållande som ses som positivt från båda håll väl har skapats mellan de två parterna kommer dessa sedan föredra att sluta avtal med varandra framför nya, främmande aktörer. Det är denna konsekvens av relationen som företaget ser som åtråvärd, då trogna kunder i princip alltid ses som något mycket positivt. För att relatera detta till aktieägarförmåner vill vi återigen framhålla att det borde ge en ännu större effekt att skapa relationer på två plan, det vill säga till kunder via företagets normala verksamhet samt till aktieägare genom engagerande aktieägarrabatter. Utgångspunkten kan komma från båda håll – antingen genom att locka redan trogna kunder att investera i aktier, eller genom att få de befintliga aktieägarna att börja handla av företaget. Båda dessa bakgrundstankar verkar utifrån empirin vara viktiga för införandet av aktieägarförmåner.

Att som företag skapa en betydelsefull relation till sina aktieägare tycks vid första anblicken inte vara särskilt svårt. Detta eftersom aktieinnehavarna redan är intresserade av företagets verksamhet och ekonomiska ställning i och med att de har satsat sina likvida medel på bolagets framtid. Den egentliga frågan blir hur ett positivt förhållande mellan bolag och aktieägare kan åstadkommas på bästa sätt. Det är här aktieägarförmåner kommer in i bilden. Genom något enkelt som att exempelvis skicka ut nyttig information om bolaget till aktieägarna kan en relation skapas och stärkas. Redan denna ganska enkla metod har potential att knyta aktieägarna närmre bolaget, eftersom de får mer insyn i detta och det kan tänkas att mer intresse i företaget väcks hos de berörda innehavarna. För att relationen som skapas ska bli verkligt positiv krävs förmodligen mer än en ren informationsspridning. En åtgärd som får aktieägarna att tänka gott om bolaget blir nödvändig, och den typiske konsumenten uppskattar ett bra erbjudande på bolagets produkter. Är det något som tilltalar individen på rätt sätt kommer en positiv relation börja formas. Om aktieägaren utnyttjar erbjudandet och därefter börjar köpa företagets produkter regelbundet har positiva effekter redan då uppnåtts, men om denne får en verkligt god bild av bolaget blir följderna ännu mer positiva för dem. Då blir aktieägaren inte bara en aktiv, handlande investerare, utan även en ambassadör för företaget. Det är oerhört värdefullt för ett företag att ha fristående personer som sprider sin positiva bild av bolaget till vänner och bekanta. Aktieägarförmåner verkar vara en metod med potential för att kunna tillskansa sig sådana.

Något annat som är värt att titta på är de tre olika nivåerna i kund-leverantör-relationen och diskutera vilken grad en aktieägarförmån kan uppgå till. Skalan är ju inte utformad för denna typ av frågeställning, men de olika nivåernas krav kan förstås betraktas ändå. Så fort en aktieköpare investerar i ett bolag binds denne ekonomiskt till företaget, med eller utan aktieägarrabatt, i och med att köparen själv tagit en ekonomisk risk. Det är dock inte en sådan ekonomisk bindning som skalan avser, då denna endast handlar om kundrelationen. För att kunna bygga den typ av relation som behandlas behöver aktieägaren naturligtvis börja köpa företagets produkter. Nivå 1 uppnås genast i till exempel fallet New Wave, där aktieägaren belönas med ett rabattkort. Det finns egentligen inte någon praktisk skillnad på detta och ett vanligt rabattkort utan ägandekrav. Det bör dock nämnas att individen förstås ser företaget som betydligt viktigare för denne personligen om en investering i bolagets aktier genomförts. Att bara gå med i en kundklubb, även om det är en avgiftsbelagd sådan, innebär inte samma risktagande och får därmed inte lika stor vikt i individens medvetande. I och med detta kan det tänkas att kunden är hårdare knuten till bolaget på grund av aktieinnehavet. När aktieinnehavaren har tagit risken att köpa in sig i bolaget torde beslutsprocessen vid val mellan olika leverantörer påverkas väsentligt i och med att företaget i fråga har en viss personlig betydelse för innehavaren. Dessutom vill en rationell investerare att bolaget han köpt aktier i ska få så hög vinst som möjligt, vilket borde vara ett incitament till att köpa varor/tjänster av just den leverantören. Sammanfattningsvis förefaller det alltså vara så att en aktieägarförmån av den typ som tydligt uppmuntrar till köp (vilket till exempel New Waves fasta rabattsats gör, till skillnad från 2E Groups gratisbiljetter) leder till att nivå 1 på skalan uppnås, förmodligen med starkare band än vid en vanlig kund-leverantör-relation.

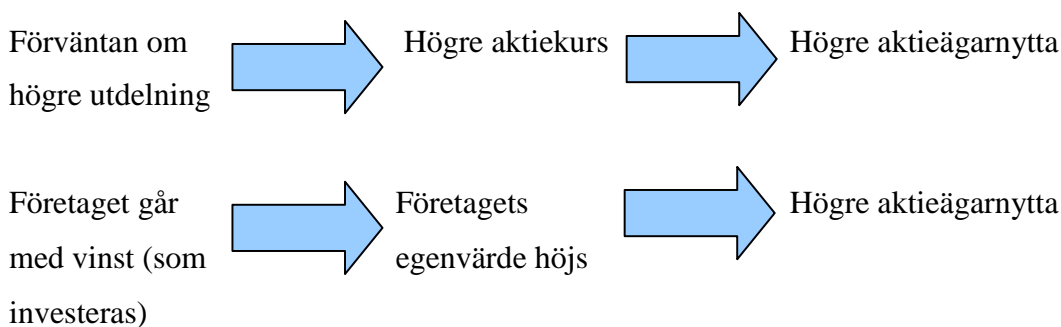
I just de empiriska fall vi studerat verkar det inte aktuellt med några sociala band i någon större utsträckning. Eftersom det handlar om större företag som alla kan ses som kedjor skapas väl inte i allmänhet några direkta personliga relationer. Även om en kund återvänder till SkiStars skidorter årligen så är chanserna att de får långsiktig personlig kontakt med någon på företaget tämligen små. Tankarna kring de sociala banden appliceras alltså hellre på mindre perspektiv. Det kan dock påminna om bandet som en individ kan känna gentemot ett varumärke eller ett företag i stort. Nivå 2 är således inte helt optimal att applicera på en relation av detta slag.

Om vi nu vänder oss till de strukturella banden i nivå 3 på skalan så tycks dessa inte heller passa så bra in på de företag vi undersökt i detta fall, eller ha så mycket med aktieägarförmåner att göra över

huvud taget. Frågan är om ett aktieinnehav skulle kunna ses som en annan typ av strukturellt band än det exempel som tas upp i teoriavsnittet. Ett mer omfattande aktieköp är en viktig investering för en individ vilket förändrar dennes ekonomiska struktur. Detta är dock inte applicerbart i det här fallet – visst finns det ett strukturellt band, men detta har inget med köp av företagets produkter att göra. Enbart ägandet har denna betydelse, och det underlättar inte per automatik en försäljning av produkter. Det går givetvis att tänka sig att det strukturella hjälpmedlet skulle kunna vara en del av aktieägarförmånen – de som är aktieägare skulle ju kunna premieras med ett extra förmånligt eller rabatterat system. Skulle detta vara fallet kan det alltså finnas upp till fyra band mellan de två parterna – ekonomiska, sociala och strukturella sådana, samt genom aktieäggande. Om alla dessa kriterier uppfylls torde en mycket stark relation bildas, och parterna skulle säkerligen göra affärer med varandra under en mycket lång tid framöver. Kanske bör fenomenet aktieägarförmånen ses som ett komplement till klassisk relationsmarknadsföring, och en möjlighet att lyckas göra relationen ännu starkare och med fler plan.

### Utdelningsteori

Den utdelningsteori som presenterats i den teoretiska bakgrunden skulle kunna appliceras på aktieägarförmånen. Teorin bygger bland annat på att en förväntan om hög utdelning leder till en stigande aktiekurs, vilket innebär en förhöjd aktieägarnytta, enligt översta raden i figuren nedan. Ett aktiebolags mål sägs vara att förhöja aktieägarnytan, varför en förväntad hög utdelning kan ses som en väg till att uppnå det yttersta målet. Det vi vill diskutera är huruvida en aktieägarförmån skulle kunna ses som en form av utdelning i detta fall. Är förmånen som erbjuds så pass gynnsam att aktieköpare ser den som ett incitament att investera i det aktuella bolaget torde precis samma kedjereaktion ske.



För att detta ska fungera i praktiken anser vi det finnas en del krav på aktieägarförmånerna. De måste av aktieägarna uppfattas vara av väsentlig ekonomisk betydelse och dessutom måste de vara garanterade vid aktieköpet. Det är först vid en garanti om framtida ekonomiska fördelar som den

rationella investeraren kan se en aktieägarförmån som ett incitament att investera i ett visst bolag. Utöver detta måste förmånerna marknadsföras så att de potentiella köparna får vetskap om dem för att de ska få genomslag. Givetvis får rabatterna inte vara så förmånliga för kunden att de orsakar bolaget betydande ekonomisk skada, detta verkar emot tillväxten i företagets egenvärde. Med andra ord så sjunker då aktieägarnyttan enligt nedre delen av figuren. Om denna teori tillämpas på aktieägarförmåner gäller det alltså att hitta en balans i hur stora belopp rabatten/förmånen uppgår till.

Nuvärdesberäkningen som går igenom i teoridelen kan tänkas fungera även för aktieägarförmåner om de tas med i kalkylen. I så fall gäller det värdera förmånerna på ett enhetligt och rättvist sätt, för jämförbarhetens skull. Aktiens nuvärde kan sedan räknas ut på ett liknande sätt om förmånens värde läggs ihop med värdet av förväntade framtida fördelar. Det problematiska blir att varje individ värderar olika förmåner på olika sätt, utifrån sina personliga preferenser. Om varje aktieköpare som ville räkna ut aktiers nuvärde (från bolag med förmåner för aktieägarna) hade skapat en värdering av förmånerna utifrån sina egna åsikter hade de kunnat jämföra olika aktiers nuvärde som ett hjälpmedel i beslutsprocessen. Låt oss nu gå vidare med ett praktiskt exempel för att illustrera allt detta.

Utifrån intervjun med SAS som skildras i empirin verkar det som detta flygbolag beaktat denna teori och kanske till och med tagit den ett steg längre. Tibell, representanten för SAS, uttrycker att ett av delmålen med deras *shareholder services* var att lyckas öka beläggningen på planen. I de fall då rabatten får en aktieägare att köpa en biljett de annars inte hade köpt, det vill säga det nedsatta priset är den avgörande faktorn för köpets existens, förlorar SAS inga pengar på att realisera sina biljetter. Istället får företaget in en ny intäkt, som inte förekommit om det inte var för aktieägarförmånen. Tibell fortsätter med att nämna att vinstökningen som denna av rabatten genererade intäkt ger upphov till i slutändan gynnar aktieägarna. Här ser vi med andra ord ett tydligt exempel på den nedre kedjan i figuren.

Lägger vi ihop allt detta verkar det som att SAS funnit ett sätt att kombinera sina mål; att höja företagets vinst och att höja aktieägarnyttan på två sätt (genom ökning i företagets egenvärde och i aktiens nuvärde). Men är det verkligen så lätt att uppnå en sådan win-win-situation? Det återkommer vi till längre ner i detta avsnitt.

## **Signalteorin**

I enlighet med signalteorin är anledningen till att investerare gärna väljer bolag med hög aktieutdelning inte bara för att själva få ta del av denna i och med sitt innehav, vilket är lätt att tro vid första anblicken. I själva verket spelar utdelningen dessutom en betydande roll som signal om att även företaget resultat och därigenom egenvärde är fördelaktigt och på så sätt ger aktieägarnytta. En bibehållen hög utdelning bidrar alltså till aktieägarnyttan på två sätt samtidigt, detta blir tydligt om signalteorin kopplas ihop med figuren ovan.

Akerlofs signalteori bör vara tillämplig även vid en studie av aktieägarförmåner. Även i detta fall får en förmån/rabatt till en aktieägare anses ha samma roll som en aktieutdelning. Ett förmånligt erbjudande till aktieägarna medför intäktsreduktioner som uppgår till betydande belopp för aktiebolaget, vilket därigenom sänder positiva signaler om dess ekonomiska tillstånd på samma sätt som utdelning. Enligt ovan ger detta system dubbla incitament för aktieköparna att investera.

Utifrån dessa resonemang verkar alltså ett införande av förmåner till aktieägarna vara en mycket bra idé för ett företag som vill locka till sig fler investerare. Som nämnt tidigare är ett viktigt kriterium att erbjudandet till aktieägarna är tillräckligt förmånligt, för att locka till sig köpare både direkt – de som i första hand är intresserade av att avnjuta förmånen, och indirekt – det vill säga vara så pass dyrbart att det utsänder en tillräckligt stark signal om att företaget är vid god ekonomisk hälsa. Av samma anledningar krävs även att förmånen marknadsförs på ett eller annat sätt, så att aktieköparna över huvud taget får vetskap om den.

## **SAS aktieägarförmån**

Om vi nu återgår till fallet SAS och ser situationen ur ett signalteoretiskt perspektiv kan analysen av bolaget fortsätta. Nackdelen som vi nu vill påvisa i SAS aktieägarförmånssystem är att den typ av rabatt de erbjuder, som till viss del syftar att bli av med restbiljetter, inte sänder ut rätt signaler. För att en signal ska väcka incitament att investera måste den som bekant innebära en ekonomisk uppoffring för företaget i fråga. Den eftertänksamma investeraren inser detta och när denna beaktar att rabatten till stor del har som funktion att öka SAS intäkter sänds istället den motsatta signalen ut. SAS signalerar inte att företaget går så pass bra att de kan erbjuda förmåner, utan istället att företaget befinner sig i en ekonomisk situation där en ökning av intäkterna är nödvändig. Detta tolkar investeraren som att företagets egentliga egenvärde inte är i ett skick som uppmuntrar till investering, vilket torde innebära en mindre önskvärd aktieägarnytta.

SAS har alltså enligt ovan inte uppfyllt alla sina mål, men vad exakt är det som brister i deras



shareholder service? Svaret på detta blir givetvis att deras aktieägarerbjudande inte är kostsamt nog för företaget för att sända ut rätt signaler. Om så vore fallet hade det Tibell förklarat angående win-win-situationen SAS menar att de åstadkommer inte gått att uppnå, men detta på grund av en annan faktor – ett erbjudande som ökar SAS kostnader minskar förstås vinsten istället för att höja den (vi bortser här från indirekta, långsiktiga effekter). När vi ser till båda de nu behandlade teorierna verkar det alltså inte vara möjligt att från två angreppspunkter simultant höja aktieägarnytan genom den specifika dubbelverkande metod som SAS tillämpar.

En av poängerna med signalteorin kan sägas vara den att det inte går att uppnå en faktisk höjning i ett företags egenvärde genom att sända ut signaler om att det redan är högt. Det är här problematiken med den asymmetriska informationen kommer in, vilken gör att det måste finnas starka tecken på att signalen är äkta. SAS aktieägarförmåner är ett praktiskt exempel på denna avgörande faktor.

Låt oss nu ställa 2E Groups aktieägarprogram mot de rabatter som SAS innebär. De har en betydande likhet – även 2E Group erbjuder sina aktieägare biljetter till platser som annars förblivit tomma. Trots att det ena fallet handlar om flygstolar och det andra platser i publiken till en föreställning är grundidén densamma. Den stora skillnaden är den att 2E Group delar ut de överblivna biljetterna gratis till aktieägarna. Om det betraktas utifrån signalteorin så kan gratisbiljetterna inte heller ses som en verklig ekonomisk uppoffring, och erbjudandet uppfyller därmed inte kraven för att sända ut en positiv signal. Däremot är de inte heller en inkomstkälla för 2E Group, och här finns den väsentliga skillnaden mot vad SAS erbjuder. Genast betraktas de kostnadsfria biljetterna mer som ett tecken på uppskattning gentemot aktieägarna, och inte, som i SAS fall, en ”förklädd” väg att gynna företaget självt. 2E Group verkar visserligen inte sända signaler om att företaget har god ekonomisk hälsa, men de utstrålar åtminstone inget som tyder på motsatsen heller, till skillnad från SAS.

### **Sammanställning av den företagsledningsmässiga empirin**

Alla de företag vi undersökt riktar sig direkt till privata konsumenter, åtminstone i delar av sin verksamhet. Detta bör enligt oss vara den typ av företag där aktieägarförmåner kan ge mest effekt. Den främsta anledningen till detta är att aktieägaren själv måste ha möjlighet att handla direkt av företaget, och då någon produkt som denne känner ett behov av att köpa. Vid vår genomgång av alla bolag på OMX Mid Cap reflekterade vi över detta, och det är lätt att inse att exempelvis medicin- och investmentbolag inte är rätt grupp för aktieägarförmåner. Det är alltså för de företag som handlar med konsumentvaror eller -tjänster som det finns en poäng för företagsledningen att

överväga ett införande av aktieägarförmåner. En annan sak som underlättar är om bolaget säljer sina varor genom en egen butik eller annan försäljningskanal. Att få en rabatt att fungera i en sådan situation är långt mindre komplicerat än om flera återförsäljare ska inkluderas i administrationen av förmånen.

## ***5.2 Investerarperspektivet***

Enligt utdelningsteorin utsagas att en rationell aktieägare handlar på medellång sikt och endast strävar efter att maximera aktieägarnyttan. I de undersökta fallen skulle vi endast med säkerhet kunna påpeka att åtminstone Rezidor Hotel Group, SkiStar samt New Wave Group sett ur monetärt perspektiv levererar dessa betydande fördelar. I fallet med New Wave Group är denna monetära avkastning inte lika självklar. Eftersom vi vid våra uträkningar av avkastningen för fem år på en investering gjord den 31 december 2006 fann att avkastningen på utnyttjandet av förmånerna inte behöver anta ett större värde än 34,42 SEK, gör vi dock antagandet om att en aktieägare ska lyckats erhålla en vinst på sin investering. I detta fall helt tack vare utnyttjande av aktieägarförmåner. Tack vare en positiv kursutveckling har en investerare lyckats att genom en investering per den 31 augusti år 2005 i SkiStar B-aktien lyckats att nå en avkastning på 950 SEK. Inkluderat med utdelningen har investeringen bidragit till en vinst på 4650 SEK. Beräkningarna som SkiStar själv genomfört visar på en totalavkastning på 11 716 SEK. I detta fall bli således aktieägarrabatten den stora delen av den ekonomiska vinning som finns att inhämta ur investeringen. I fallet med Rezidor Hotel Group fann vi att utnyttjandet av aktieägarförmåner endast uppgår till 16,5 SEK för att investeringen i företaget ska ha genererat avkastning. Med tanke på de frikostiga rabatterna som företaget åtminstone på pappret verkar erbjuda tror vi att det finns många rabatter att utnyttja för att nå en hög avkastning på investeringen. I fallet med SAS och 2E Group ställde vi oss mycket tveksamma till att en investerare med facit i hand skulle ha gjort en investering i företaget. I SAS fall har vi väldigt svårt att se att de aktieägarförmåner som företaget erbjuder skulle på något sätt överväga den ekonomiska förlusten som investeringen i övrigt inneburit. I 2E Groups fall ser vi inte heller att det mervärde som aktieägarförmåner erbjuder på något sätt skulle kunna överväga den ekonomiska förlust som investeringen inneburit.

Vad gäller de P/E-tal vi tagit fram i den empiriska delen kan vi utläsa att de fluktuerat kraftigt mellan de studerade åren. Det blir därför svårt att kunna genomföra en djupare analys kring vilka företag som uppvisar mest fördelaktiga sådana. 2E Group har uppvisat ständigt låga P/E-tal. Under de två år, 2006 och 2007, där denna multipel kunde räknas fram för SAS var även dessa väldigt

låga. Gällande New Wave Groups P/E-tal antar detta väldigt spridda värden under den undersökta perioden. Det blir därför ett väldigt komplext företag att sätta i relation till.

I samtliga av de studerade företagen, med undantag av SkiStar, har en investering per den 31 december 2006 inneburit en kursförlust under den undersökta perioden. Vid beräkningarna av aktieägarförmåner har vi därför baserat många av våra uträkningar på idén att dessa förmåner kan tänkas rädda den i övrigt negativa avkastningen så att investeringen i slutändan kan ses som vinstgenerande. Även här med undantag av SkiStar som kan stoltsera med en vinst på 4650 SEK i avkastning enbart genom utdelningar och kursvinst. Det bli en avkastning på 23,25 SEK per aktie. Att utnyttjande av aktieägarförmåner ska rädda en investering från att gå med förlust låter inte som en särskilt rationell investering.

Aktiepriset bygger enligt utdelningsteorin på nuvärdet av förväntade framtida utdelningar och nuvärdet av aktiens framtida försäljningspris. Annorlunda uttryckt skulle det i sådana fall betyda att det bland de studerade företagen enbart finns ett förtroende för SkiStar B att i framtiden leverera framtida förväntade utdelningar och nå ett tillstånd där aktiekursen stiger. I de övriga studerade företagen har detta förtroende sjunkit. Genom att undersöka hur SAS, Rezidor Hotel Group, SkiStar samt New Wave Group aktiekurs har rört sig i förhållande till OMX Stockholm Mid Cap PI kan antaganden och analys huruvida en investering i de undersökta bolagen kan antas rationell i efterhand.

Först genom att sätta aktiekurserna i relation till varandra kan ett yttrande göras om hur pass vinstmaximerande investeringarna varit. Vi kunde i samtliga fall utläsa en kraftig dipp i aktiepriset under finanskrisen år 2008 till första kvartalet år 2009 och så även för det prisindexet på OMX Stockholm Mid Cap, se bilaga 2. Att Rezidor-aktien fluktuerat enligt ett liknande mönster som prisindex men att skillnaden mellan upp- och nedgångarna var mindre tyder på att börskursen på Rezidor-aktien har varit något stabilare än det allmänna indexet. Detta skulle i sin tur kunna betyda att företaget genom sina aktieägarförmåner och den låga risken en investerare utsätts för genom en investering av en Rezidor-aktie är mer troliga att behålla sitt aktieinnehav vid tuffa ekonomiska förhållanden. Det skulle i sådana fall kunna tyda på att Rezidor Hotel Group lyckats med att utforma ett aktieägarförmånssystem som ger investerare incitament till långvarigt aktieäggande i företaget som dels skulle kunna bero på dess förmånliga aktieägarrabatter men även till viss mån skulle kunna bero på att investerarna genom utformandet av rabatterna även känner att det fått en

personlig relation med företaget. Vad gäller SAS kom vi i vår undersökning fram till att SAS-aktien följt med i den generella börsnedgången men sedan inte återhämtat sig. Kursen har vandrat ganska stadigt nedåt sedan börsraset vilket återspeglar den tuffa ekonomiska tid som SAS stått inför de senaste åren. Eftersom vi har väldigt svårt att se hur ett utnyttjande av aktieägarrabatterna skulle kunna väga upp för den stora kursförlusten en investering i SAS inneburit kan vi inte tillskriva en investering i SAS-aktien vara ett val för den rationella investeraren med facit i hand. En investering i New Wave B kan däremot, med tanke på att kursen följt den genomsnittliga förändringen på Mid Cap och därmed presterat likt aktiegenomsnittet, ses som rationell då den dessutom berättigar till förmåner till skillnad från de 79 andra aktierna på Mid Cap.

Eftersom SkiStar även visar upp en kursutveckling som är mer positiv än OMX Stockholm Mid Cap PI finns det ingen tvekan om att en investering i företaget inte skulle vara ett bra val för den rationella investeraren. Förutom denna mer lukrativa kursutveckling har företaget varje år redovisat en utdelning per aktie som är högre än de andra undersökta företagen för vart och ett av de undersökta åren. Att företaget dessutom erbjuder sina aktieägare beskattningsfria ”utdelningar” i form av aktieägarförmåner gör inte detta investeringsalternativ mindre åtråvärt för investeraren.

Risk är en annan sida av en investering vars inverkan inte får falla i glömska. Eftersom Rezidor och New Wave B berättigar ägarna till förmåner redan vid innehav av en enda aktie blir risken kring en investering lägre för aktieköparen. Denne endast kan förlora de 42,60 SEK som krävs för att bli berättigad till Rezidor Hotel Groups förmåner respektive 45,70 SEK för berättigande till New Wave Groups sådana (den 24 maj år 2011 kl 16.19). Gällande investeringar för att bli berättigad till aktieägarförmåner i SAS, SkiStar samt 2E Group ökas riskutsattheten betydligt. Den 24 maj 2011 kl 16.19 krävs en investering på 21 650 SEK för att köpa 200 SkiStar B-aktier och 7 560 SEK för att köpa 400 SAS-aktier som berättigar till företagets aktieägarförmåner. Samma dag kl 16.22 kostade 1000 2E Group-aktier 15 700 SEK. Med ett större antal aktier av samma slag ökas känsligheten för fluktuationen på marknaden. Frågan kring hur riskavert en investerare har råd att vara kommer alltså här bli en avgörande fråga för valet av investeringen. För att den ökade risk som en investering i de företag som innehar en restriktion gällande antalet aktier vid berättigande av aktieägarförmåner innebär ska uppvägas, krävs att en extra möjlighet till vinst måste finnas för att dessa investeringsalternativ ska förhålla sig fortsatt intressanta.

### **5.3 Beskattningsperspektivet**

Empiridelen innehåller en utredning av vilka skatteregler som egentligen gäller för en aktieägarförmån, utifrån material från Skatteverket samt rättsfall inom ämnet. Att informationen grundar sig på detta och inte på lagstiftning har den enkla förklaringen att det så vitt vi kan avgöra inte finns några lagar som är helt applicerbara på skatteproblematiken med förmåner till aktieägarna.

I empirin presenteras två motsatta sätt att se på företeelsen aktieägarförmåner. Den ena, som hämtats från Skatteverkets instruktioner, ser förmånerna som en typ av utdelning. Enligt dessa rekommendationer ska således en aktieägarförmån vara skattebelagd enligt samma system som klassisk utdelning. Det andra synsättet vilket presenterad rättspraxis framhåller är att aktieägarförmåner, åtminstone i de grad de utgörs av olika former av rabatter, ska behandlas som vilken annan rabatt som helst.

Aktieägarrabatter kan i många fall sägas vara ett mellanting mellan utdelning och kundrabatt. Det är ju något som erhålls till följd av ett aktieinnehav (precis som utdelning) men aktualiseras inte förrän ett köp genomförs (och fungerar då som en vanlig kundrabatt). Det kan alltså sägas handla om vilken av de två som den specifika aktieägarförmånen ligger närmast. En rabatt som SkiStars kan ses som snarlik en handelsrabatt av annan typ, och bör därför beskattas som en sådan. En förmån som exempelvis innebär att saken ägdom av väsentligt värde tillfaller aktieinnehavaren påminner i större grad om en utdelning vilket borde medföra att sådana skatteregler ska tillämpas.

Dessa resonemang verkar stämma överens med det uttalande av en skattedirektör som återges i det empiriska avsnittet. Han menar som bekant att det är storleken på förmånen som avgör om den skattemässigt ska betraktas som en utdelning eller en rabatt. Diskussionen blir då om det bara är det faktiska beloppet som är det centrala i avvägningen, eller om det är förmånens natur som ska avgöra vilken beskattning som ska tillämpas.

Det är mest naturligt att utgå ifrån att det direkta uttalandet från Skatteverket är det som väger tyngst, och det är alltså beloppens omfattning som i första hand ska beaktas. Vi tycker dock att det

borde vara värt att överväga om det egentligen inte är förmånens egenskaper och inte faktiska värde som ska vara den avgörande faktorn. Detta är något som det finns behov av att se över och ställa upp klara regler för, eftersom det ändå finns ett väsentligt antal företag, och framför allt privatpersoner, som påverkas av detta. Givetvis bör det finnas klara och rättvisa beskattningsregler för en sådan företeelse. Slutsatsen utifrån den sammanställda empirin blir trots allt att aktieägarförmåner inte är skattepliktiga så länge de inte är alltför betydande. Om rabatterna är så omfattande att de anses överstiga vad som anses vara en skälig kundrabatt så ses rabatten som utdelning ur skattesynpunkt, och beskattas på samma sätt.

Det är även möjligt att dra en parallell till redovisningsperspektivet. Enligt vad som tagits fram i empirin är det ett ganska självfallet val att en aktieägarförmån ska redovisas som en kundrabatt. Om en sådan redovisning är godkänd kan det tyckas att även posten även skattemässigt borde behandlas på samma sätt, vilket vi vill poängtera.

Går vi vidare och ser på den praktiska empiri som är hämtad från företag verkar ingen utom SkiStar ha sett något problematiskt med beskattningen, åtminstone är detta inte något de uttryckt i våra intervjuer. Dock får vi väl hoppas att detta är något som företagsledningarna sett över innan förmånerna lanserades. SkiStar uppgav att de såg skattereglerna som ett eventuellt hot mot det nya aktieägarsystemet. Ett mer uttömmande svar än så fick vi inte, men det tyder åtminstone på att de beaktat beskattningsreglerna, vilket förstås borde vara en självklarhet innan ett nytt projekt som detta påbörjas.

#### ***5.4 Det redovisningsmässiga perspektivet***

Under våra efterforskningar av de redovisningsmöjligheter som finns i fallet aktieägarförmåner hittade vi inte mycket information inom ämnet. Det verkar inte som att det är särskilt eftertraktat att hitta nya vägar att redovisa detta, i och med att det är ett förhållandevis nytt och outforskat ämne. En av våra första tankar då vi skulle börja med denna uppsats var att eftersom det inte finns några uttryckliga regler för hur en aktieägarförmån ska redovisas så skulle det kunna finnas möjligheter att på olika sätt kringgå de standarder som är aktuella. Vi vände oss till flertalet olika revisionsbyråer för att se vad de hade för synpunkter, men eftersom ingen av dem kände att de hade något att bidra med till denna fråga har detta inte tagits med i uppsatsens slutgiltiga version.

Redovisningsexperten Eva Törning meddelade oss som bekant att hon inte riktigt kan se några problem som kan uppstå vid redovisning av denna typ, och detta tog vi till oss. Antingen är det möjligheterna till eller intresset för nytänkande redovisning som inte verkar vara stort nog. Givetvis drar sig varje laglydigt företag för att experimentera med sin redovisning, och vi vill poängtera att vi inte menar att uppmuntra till något sådant.

Dock kan diskussionen fortsätta med att den vanliga anledningen till att vilja redovisa på ett visst sätt är ju att i någon mån undgå, eller åtminstone sänka, företagets skattebelagda poster. Eftersom det utifrån vår utredning om beskattning på aktieägarförmåner i allmänhet verkar gå bra att ge förmåner till aktieägarna skattefritt så finns det inte längre särskilt starka incitament att hitta ”genvägar” till skattefrihet.

En annan av våra inledande tankar var att aktieägarförmåner av såväl företagsledning som aktieägare kanske ses som en möjlighet till en ”förklädd” skattefri utdelning. Detta är dock inget som något av de tillfrågade företagen har antytt vilket vi inte ser som särskilt överraskande.

En fråga kvarstår dock och det är den om det finns ett faktiskt behov av nya specifika standarder eller ej. Då aktieägarförmåner inte är särskilt vanligt förekommande i Sverige är det lätt att förstå att utveckling av normer för detta inte är något högprioriterat hos svenska redovisningsexperter. Situationen är dock sådan att det i regel är noterade företag som erbjuder denna variant av förmåner till sina aktieägare. Delägare i onoterade företag är ju ofta själva aktiva inom företaget, och då blir förutsättningarna annorlunda vid de tillfällen får åtnjuta fördelar. Noterade svenska företag är som bekant skyldiga att följa IASB:s standarder istället för de inhemska. Och IASB kan tyckas ha större anledning att utveckla normer specifikt för aktieägarförmåner eftersom de är mer vanligt förekommande i övriga världen. Även här ligger nog samma förklaring bakom som vi fick av Törning – det är tillräckligt enkelt att redovisa för att det inte ska behövas några särskilda instruktioner.

## 6. Slutsatser

Inledningsvis ställde vi oss frågande till huruvida aktieägarförmåner är *ett outnyttjat sätt för svenska företag att vinna långsiktiga ekonomiska fördelar genom att göra en aktieinvestering mer attraktiv för privatpersoner eller en hög administrativ kostnad som kostar mer än den smakar*. Med anledning av den bristfälliga tillgången på empiriska studier gällande aktieägarförmånssystem på den svenska marknaden var det syfte vi valde att ämna uppsatsen kartlägga fenomenet aktieägarförmåner i Sverige. Vi hade en ambition om att undersöka hur dessa förmånssystem idag fungerar i praktiken, hur pass vanliga de är och vilka drivkrafter som ligger bakom införandet av dem.

Frågan hur aktieägarförmåner fungerar i praktiken har ett omfattande svar. Varje företag som fattar beslutet att införa någon typ av förmånssystem har en mängd val att ta ställning till för att komma fram till hur just de ska utforma sitt erbjudande. Det är vanligt, om det nu är möjligt att uttrycka sig så om ett fenomen som är så pass sällsynt i sig själv, att företaget ger en viss procentuell rabatt på de egna produkterna till sina aktieägare. Detta system är förhållandevis enkelt att administrera och verkar uppskattas av kunderna/investerarna. En annan metod är att ge ut någon form av ”bonus” till aktieägarna som inte kräver något köp, till exempel gratis biljetter. Vad gäller den skattemässiga aspekten så verkar det, enligt vår utredning, i vanliga fall inte vara någon skattebeläggning på aktieägarförmåner. Inte heller ställs några särskilda krav på redovisningen av dem.

Utifrån denna uppsats har vi fått belägg att styrka det inledande påståendet att aktieägarförmåner är ovanliga i dagens Sverige. Av de 83 olika aktier som var noterade på OMX Stockholm Mid Cap under vår genomgång av börslistan fanns endast fyra stycken som berättigade sina aktieägare till förmåner. Givetvis ska vi i detta resonemang beakta det faktum att en ansevärd del av företagen som är noterade här inte har en verksamhet som lämpar sig för aktieägarförmåner, med andra ord inte vänder sig till konsumenter. Faktumet att det är en sällsynt förekomst kvarstår dock.

Frågan om vilka drivkrafter som ligger bakom införandet av en aktieägarförmån har ett mångfacetterat svar. Ett vanligt bakomliggande mål är att knyta aktieägarna närmare bolaget samt ge dem en positiv bild av det. Detta för att i nästa steg åstadkomma att aktieägaren blir en ambassadör för bolaget och sprider goda ord om detta. Även om de företag vi varit i kontakt med



inte i klarspråk uttryckt att deras aktieägarförmån är ett sätt att marknadsföra sig så är det detta som uppnås då det nyss nämnda argumentet relateras till relationsmarknadsföring.

Förutom drivkraften att marknadsföra sin verksamhet och sitt bolag i stort, så ser vi tecken på att aktieägarförmånen kan vara ett sätt att lyckas få den egna aktien att bli mer attraktiv. Även om det inte verkar vara så att en aktieägarförmån på egen hand ger incitament att investera, så höjer ett sådant erbjudande aktiens upplevda nuvärde åtminstone i någon grad. Vid undersökningen av den reella avkastning som företagen påvisade kunde vi i alla fall gällande Rezidor Hotel Group, SkiStar, New Wave Group samt 2E Group dra slutsatsen att utnyttjande av aktieägarförmånerna var den största delen av den avkastning som vi antog en investerare uppnått under den undersökta tidsperioden. I fallet med SAS blev det väldigt svårt att dra några slutsatser gällande avkastningen på deras aktieägarförmåner då de inte i förväg är specificerade. Det finns således inga uppgifter gällande vad en investering i företagets aktier kommer att generera för avkastning på erbjudna aktieägarrabatter, varken för oss eller för den rationella investeraren. Att utforma sina förmåner som rabatter vid konsumtion ser vi som ett ypperligt tillfälle för aktieägarna att genom köp inte enbart erhålla direkt avkastning genom själva rabatten. Det tillför även ytterligare incitament att nyttja förmånen då köp bidrar till att företaget kan redovisa ett högre resultat nästföljande år.

Med tanke på de tuffa ekonomiska förhållanden som rått under finanskrisen ser vi aktieägarförmåner som en möjlighet för företagen att kunna tilldela sina aktieägare mer indirekt avkastning när ekonomiska möjligheter inte tillåter ”vanliga utdelningar”. I fallen Rezidor Hotel Group samt New Wave Group där innehav av endast en aktie berättigar till förmåner vill vi dock höja ett varningens finger. Vi vill ge rekommendationen att utvärdera om ett eventuellt minimikrav gällande innehav ska införas så att förmånerna inte blir en genväg för ”rabattkortsjägare”. För att utformningen av ett aktieägarförmånssystem ska vara optimalt ska det genom sin utformning främja reell lojalitet. Dock kan vi av vår undersökning dra slutsatsen att det inte finns någon axiom gällande utformningen av hur detta system ska byggas upp för att bli så fördelaktigt som möjligt utan vi tror snarare på en skräddarsydd lösning efter analys av varje företags specifika situation.

För att slutligen koppla tillbaka till frågan gällande om *aktieägarförmåner är ett outnyttjat sätt för svenska företag att vinna långsiktiga ekonomiska fördelar genom att göra en aktieinvestering mer attraktiv för privatpersoner eller en hög administrativ kostnad som kostar mer än den smakar*, så får vi återigen hänvisa till de möjligheter till utdelning av ett högre belopp som denna typ av förmåner

ger utrymme för tack vare den vänliga taxeringsregleringen. Att använda sig av utdelningar i form av aktieägarförmåner är minst sagt fördelaktigt för investerare då den dubbelbeskattning som annars förekommer försvinner. Då det inte heller ställs några särskilda krav på redovisningen av dem ser vi en möjlighet till att undvika de tänkbara höga administrativa kostnaderna genom en enklare utformning av förmånssystemet. Därför vill vi ge rekommendationen att ett införande av ett system som berättigar till aktieägarförmåner skulle kunna vara ett viktigt och effektivt instrument för att vinna långsiktiga framtida ekonomiska fördelar. Med andra ord ser vi aktieägarförmåner som ett outnyttjat sätt för svenska företag att vinna långsiktiga ekonomiska fördelar genom att göra en aktieinvestering mer attraktiv för privatpersoner.

## 7. Referenser

### *Tryckta källor*

Byström, Hans (2007) *Finance: Markets, Instruments & Investments*, Studentlitteratur

Hallgren, Örjan (2002) *Finansiell Strategi och Styrning*, Ekonomibok Förlag AB

IAS (International Accounting Standard) 18 *Intäkter*

Jobber, David & Fahy, John (2006) *Foundations of Marketing*, McGraw Hill

### *Elektroniska källor*

Affärsvärlden *2E Group*, hämtad 2011-04-29 från

[http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/stock/stock\\_detail.page?magic=\(cc%20\(tsid%2047851\)\)](http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/stock/stock_detail.page?magic=(cc%20(tsid%2047851)))

Aktiespararna *Multipelvärdering – snabbt och lätt sätt att värdera aktier* hämtad 2011-05-27 från

<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/Multipelvardering--snabbt-och-latt-satt-att-vardera-aktier/>

Avanza Bank *New Wave B* hämtad 2011-05-24 från

<https://www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=216925>

Avanza Bank *Rezidor Hotel Group* hämtad 2011-05-24 från

<https://www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=216957>,

Avanza Bank *SAS* hämtad 2011-05-24 från

<https://www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=217045>

Avanza Bank *SkiStar B* hämtad 2011-05-24 från

<https://www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=216883>

Avanza Bank *2E Group* hämtad 2011-05-24 från

<https://www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=272735>

Dagens Industri *Börslistor: Svenska aktier – Mid Cap*, hämtad 2011-05-21 från <http://di.se/>

Finanstidningen (publ 2008-10-25) *Börsen snart nere på bottennivån i IT-bubblan*, hämtad 2011-05-26 från <http://www.finanstidningen.biz/index.php/finansartiklar/bors-och-marknad/1618-borsen-snart-nere-pa-bottennivan-i-it-bubblan>

Flood, Linda, Veckans Affärer (publ 2010-10-14) *Köp aktier – få en resa*, hämtad 2011-04-19 från <http://www.va.se/nyheter/2010/10/14/kop-aktier-fa-en-resa/index.xml>

Forex, valutakurs hämtad 2011-05-27 från <http://www.forex.se>

Levander, Maria, placera.nu (publ 2009-10-14) *Köp SAS-aktier och få rabatter*, hämtad 2011-04-19 från [https://www.avanza.se/aza/press/press\\_article.jsp?article=108943](https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=108943)

Listherby, Carl Axel, E24 Näringsliv (publ 2010-06-17) *Allt färre bolag smörjer de mindre ägarna*, hämtad 2011-04-15 från [http://www.e24.se/business/bank-och-finans/aktieagarformaner-ovanliga-men-valkomnas-av-aktiesparna\\_2128201.e24](http://www.e24.se/business/bank-och-finans/aktieagarformaner-ovanliga-men-valkomnas-av-aktiesparna_2128201.e24)

Mårder, Günther, Aktiespararna (publ 2010-06-18) *Aktieägarförmåner: ett sätt att bryta en farlig trend?*, hämtad 2011-04-15 från <http://www.aktiespararna.se/artiklar/VD-blogg/aktieagarformaner/>

Nasdaq OMX Nordic a) hämtad 2011-05-29 från [http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska\\_kurser/?Instrument=SE0001775800](http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska_kurser/?Instrument=SE0001775800)

Nasdaq OMX Nordic b) hämtad 2011-05-29 från [http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska\\_kurser/?Instrument=SSE37352](http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska_kurser/?Instrument=SSE37352)

Nasdaq OMX Nordic c) hämtad 2011-05-29 från [http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska\\_kurser/?Instrument=SSE13557](http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska_kurser/?Instrument=SSE13557)

Nasdaq OMX Nordic d) hämtad 2011-05-29 från [http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska\\_kurser/?Instrument=SSE920](http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska_kurser/?Instrument=SSE920)

Nasdaq OMX Nordic e) hämtad 2011-05-29 från [http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska\\_kurser/?Instrument=SSE939](http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska_kurser/?Instrument=SSE939)

Nylander, Johan, Dagens Industri (publ 2006-05-30) *SAS aktieägare flyger billigare*, hämtad 2011-04-19 från [http://di.se/Default.aspx?pid=85215\\_\\_ArticlePageProvider](http://di.se/Default.aspx?pid=85215__ArticlePageProvider)

## ***Rättsfall***

RÅ 1983 1:52 *Fråga om en till visst aktieinnehav kopplad inköpsrabatt medför beskattning för rabattgivaren. Förhandsbesked i taxeringsfråga.*

RÅ 1983 1:55 *Bank erbjuder ägare av aktier i banken att öppna ett särskild konto med något förhöjd ränta på insatta medel upp till visst belopp. Utgör räntan till viss del utdelning eller i sin helhet avdragsgill kostnad för banken? Förhandsbesked i taxeringsfråga.*

## ***Företagsinterna källor***

Club Carlson *Member Benefits* hämtad 2011-04-22 från <http://www.clubcarlson.com/fgp/memberbenefits/home.do>

New Wave Group *Aktien* hämtad 2011-04-25 från <http://www.nwg.se/se/investor-relations/aktien.html>

New Wave Group *Aktieägarkort* hämtad 2011-04-25 från <http://www.nwg.se/se/investor-relations/aktieaegarkort.html>

New Wave Group *Detta är New Wave Group* hämtad 2011-04-25 från <http://www.nwg.se/se/om-new-wave/detta-aer-new-wave-group.html>

New Wave Group *Historik* hämtad 2011-04-25 från <http://www.nwg.se/se/om-new-wave/detta-aer-new-wave-group/historik.html>

SAS Group *Dividend policy, Shareholder service* hämtad 2011-04-19 från <http://www.sasgroup.net/SASGroup/default.asp>

SAS Årsredovisning 2006 *SAS koncernens Årsredovisning & Hållbarhetsredovisning 2006* (utgiven 2007-03-15) hämtad 2011-04-22 från [http://www.sasgroup.net/SASGROUP\\_IR/CMSForeignContent/2006se.pdf](http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSForeignContent/2006se.pdf)

SAS Årsredovisning 2010 *SAS koncernens Årsredovisning och Hållbarhetsredovisning 2010* (utgiven 2011-03-17) hämtad 2011-04-20 från [http://www.sasgroup.net/SASGROUP\\_IR/CMSForeignContent/2010se.pdf](http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSForeignContent/2010se.pdf)

SkiStar *Aktieägarförmåner* hämtad 2011-04-22 från <http://corporate.SkiStar.com/templates/NormalPage.aspx?id=144>

SkiStar *Om SkiStar* hämtad 2011-04-23 från <http://corporate.SkiStar.com/templates/NormalPage.aspx?id=18>

SkiStar Verksamhetsberättelse 2006-2007 *Verksamhetsberättelse 2006/07 Minnesvärda vinterupplevelser* (utgiven 2007-11-08) hämtad 2011-05-27 från [http://investors.SkiStar.com/files/press/SkiStar/SkiStar\\_annualreport2007\\_sv.pdf](http://investors.SkiStar.com/files/press/SkiStar/SkiStar_annualreport2007_sv.pdf)

SkiStar Verksamhetsberättelse 2007-2008 *Minnesvärda vinterupplevelser, Verksamhetsberättelse 2007/08* (utgiven 2008-11-11) hämtad 2011-05-27 från [http://investors.SkiStar.com/files/press/SkiStar/SkiStar\\_arsredovisning2008.pdf](http://investors.SkiStar.com/files/press/SkiStar/SkiStar_arsredovisning2008.pdf)

SkiStar Verksamhetsberättelse 2008-2009 *Minnesvärda vinterupplevelser, Verksamhetsberättelse 2008/09* (utgiven 2009-11-13) hämtad 2011-05-27 från

[http://investors.SkiStar.com/files/press/SkiStar/SkiStar-Arsredovisning-2008\\_2009-sv.pdf](http://investors.SkiStar.com/files/press/SkiStar/SkiStar-Arsredovisning-2008_2009-sv.pdf)

SkiStar Verksamhetsberättelse 2009-2010 *Minnesvärda vinterupplevelser, Verksamhetsberättelse 2009/10* (utgiven 2010-11-12)

SkiStar *Utdelning* hämtad 2011-04-23 från <http://corporate.SkiStar.com/templates/NormalPage.aspx?id=282>

The Rezidor Hotel Group, *Aktieägare* hämtad 2011-04-20 från

<http://www.rezidor.com/cs/Satellite/Page/Rezidor/Page/defaultRezidor/1165588114368/se/>

The Rezidor Hotel Group, *Find & Book* hämtad 2011-05-27 från <http://www.rezidor.com/book/hotels>

The Rezidor Hotel Group, *Rezidor Financial Report January-December 2006*, hämtad 2011-04-22 från [http://media.corporate-ir.net/media\\_files/irol/20/205430/Reports/2006\\_Q4\\_Report20070214\\_en.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/20/205430/Reports/2006_Q4_Report20070214_en.pdf)

Rezidor Hotel Group Årsredovisning 2006 *Års- och Hållbarhetsredovisning 2006 Innovativt värdeskapande genom innovativt värdskap* (utgiven 2007-03-23) hämtad 2011-05-27 från

[http://media.corporate-ir.net/media\\_files/irol/20/205430/reports/2006\\_AnnualSustainabilityReport\\_swe.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/20/205430/reports/2006_AnnualSustainabilityReport_swe.pdf)

Rezidor Hotel Group Årsredovisning 2007 *The Rezidor Hotel Group Årsredovisning 07* (utgiven 2008-03-17) hämtad 2011-05-27 från [http://media.corporate-ir.net/media\\_files/irol/20/205430/reports/2007\\_AnnualReport\\_swe.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/20/205430/reports/2007_AnnualReport_swe.pdf)

Rezidor Hotel Group Årsredovisning 2010 *En stark återhämtning: The Rezidor Hotel Group 2010 Årsredovisning* (utgiven 2011-03-09) hämtad 2011-04-20 från [http://media.corporate-ir.net/media\\_files/IROL/22/223433/Rezidor\\_AR2010\\_SVE.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/22/223433/Rezidor_AR2010_SVE.pdf)

Skatteverket *Kontrolluppgifter – ränta, utdelning m.m. SKV 373* utgåva 24 hämtad 2011-05-15 från <http://www.skatteverket.se/download/18.5e79ffa112cae76ec6c80002341/37324.pdf>

Wallmans *Welcome to Wallmans* hämtad 2011-05-27 från

<http://www.wallmans.com/en/Default.aspx>

2E Group *Aktieägarprogram 2E Group* hämtad 2011-04-20 från

<http://www.2egroup.se/default.asp?b=19&n=0&sid=27>

2E Group Delårsrapport januari-mars 2011 hämtad 2011-05-24 från

[http://www.2egroup.se/admin/bildbank/uploads/Dokument/Rapporter/2E\\_Group\\_Delarsrapport\\_jan-mars\\_2011.pdf](http://www.2egroup.se/admin/bildbank/uploads/Dokument/Rapporter/2E_Group_Delarsrapport_jan-mars_2011.pdf)

2E Group *2E Group – en Upplevelsekoncern i Norden*, hämtad 2011-04-29 från <http://www.2egroup.se/default.asp?b=17&n=0&sid=2>

2E Group Årsredovisning 2008 *2Entertain Årsredovisning 2008* (utgiven 2009-03-30) hämtad 2011-05-27 från [http://www.2egroup.se/admin/bildbank/uploads/Dokument/2Entertain\\_Arsred\\_2008.pdf](http://www.2egroup.se/admin/bildbank/uploads/Dokument/2Entertain_Arsred_2008.pdf)

2E Group Årsredovisning 2010 *2E Group Årsredovisning 2010* (utgiven 2011-03-17) hämtad 2011-04-29 från <http://www.2egroup.se/arsredovisning2010/#/1/>

2Entertain *Boka dina biljetter direkt här!* hämtad 2011-05-27 från <http://www.2entertain.com/>

### ***Muntliga källor och intervjuer***

Eriksson, Jenny, VD-assistent, New Wave Group. Personlig kommunikation 2011-05-27

Hovemyr, Åsa, Communication Manager, 2E Group. Personlig kommunikation 2011-05-23

Sjöholm, Magnus, Ekonomi- och finansdirektör, SkiStar. Personlig kommunikation 2011-05-19

Tibell, Björn, Investor Relations Manager, SAS Group. Personlig kommunikation 2011-05-19

Törning, Eva, Redovisningsspecialist, Grant Thornton. Personlig kommunikation 2011-04-15

## 8. Bilagor

### 8.1 Bilaga 1 – Frågor som ställts till företagen

#### SAS

- 1.Varför införde ni ett aktieägarförmånssystem? Vilka var de bakomliggande incitamenten till införandet? Vilka möjligheter såg ni med det? Såg ni några hot? Vilka mål hade ni?
- 2.Hur och varför fann ni att utformningen av era shareholder services var det som skulle fungera bäst i just ert företag? Hur gick resonemanget och funderingarna kring utformningen i korta drag?
- 3.Varför satte ni en gräns om 400 aktier för att bli berättigad till aktieägarförmånerna?
- 4.Hur mycket räknar ni med att ni tjänar på aktieägarrabatterna? Tror ni er kunna urskilja ett samband med införandet och ökad efterfrågan på era aktier? Har införandet medfört att antalet kunder ökat?
- 5.Ser ni era shareholder services som ett sätt att konkurrera med andra flygbolag?
- 6.Hur många aktieägare har ni som äger mer än 400 aktier i nuläget? Kan ni se något samband som tyder på att dessa möjligtvis ökat som ett resultat av införandet?
- 7.Hur många utnyttjar era aktieägarerbjudanden årligen? Finns det någon statistik som ni möjligtvis skulle kunna delge oss?
- 8.Blev utfallet av era shareholder services som ni hade hoppats?
- 9.Arbetar ni löpande med någon uppföljning på effekten av införandet? Vilka parametrar är det ni i sådana fall fokuserar på?
- 10.Efter att ha studerat ett antal svenska företag som tillämpar aktieägarförmåner har vi kunnat uttyda att ni inte verkar följa den allmänna normen i utformningen av rabatten. I samtliga av de andra företag vi undersökt var aktieägarförmånerna tydligt formulerade och ständigt gällande, exempelvis att aktieägaren får 10 % rabatt på alla produkter. Ni verkar istället ha valt en annan utformning av ert system som väcker vårt intresse. Hur kommer det sig att ni valt denna struktur på ert erbjudande?
- 11.Enligt er offentliga information är SAS huvudsakliga målgrupp affärsresenärer. Trots detta är det enbart privatpersoner som är berättigade till era shareholder services. Hur kommer det sig?

#### SkiStar

- 1.När införde ni aktieägarabatter?
- 2.Varför införde ni ett aktieägarförmånssystem? Vilka var de bakomliggande incitamenten till införandet? Vilka möjligheter såg ni med det? Såg ni några hot? Vilka mål hade ni?
- 3.Hur och varför fann ni att utformningen av ert aktieägarförmånssystem var det som skulle fungera bäst i just ert företag? Hur gick resonemanget och funderingarna kring utformningen i korta drag?
- 4.Varför satte ni en gräns om 200 aktier för att bli berättigad till aktieägarrabatterna?



5. På er hemsida återfinns information om att ni tidigare hade ett aktieägarkortsystem. Hur fungerade detta? Varför bytte ni? Vad ser ni för möjligheter med ert nya system? Vad fanns det för bakomliggande incitament?

6. Hur mycket räknar ni med att ni tjänar på aktieägarrabatterna? Tror ni er kunna urskilja ett samband med införandet och ökad efterfrågan på era b-aktier? Har införandet påverkat antalet kunder i backen?

7. Ser ni aktieägarförmånssystemet som ett sätt att konkurrera med andra populära resmål såsom Phuket och St. Anton?

8. Hur många aktieägare som äger mer än 200 b-aktier har ni i nuläget? Hur många av dessa tillhör den kategori som är berättigad till aktieägarrabatter? Kan ni se något samband mellan köpbeteendet när det kommer till era aktier och införandet av rabatten?

9. Hur många utnyttjar rabatten årligen? Finns det någon statistik som ni möjligtvis skulle kunna delge oss?

10. Blev utfallet av införandet som ni hade hoppats på?

11. Arbetar ni löpande med någon uppföljning på effekten av införandet? Vilka parametrar är det ni i sådana fall fokuserar på?

## **New Wave Group**

1. Vad var de bakomliggande incitamenten till att ni införde aktieägarrabatten?

2. Har ni märkt någon skillnad i efterfrågan på era aktier till följd av aktieägarförmånen?

3. När införde ni aktieägarrabatten?

4. Vad har ni för kriterier för att någon ska bli berättigad till rabatt? Ni verkar inte ha något krav på hur stort aktieinnehavet ska vara? Varför inte?

## **2E Group**

1. När lanserade ni ert aktieägarprogram?

2. Varför införde ni ett aktieägarförmåner? Vilka var de bakomliggande incitamenten till införandet? Vilka möjligheter såg ni med det? Såg ni några hot? Vilka mål hade ni?

3. Arbetar ni med någon löpande uppföljning för att kunna uppskatta hur mycket ni tjänar på aktieägarrabatterna, och hur många det är som utnyttjar den?

4. Tror ni er kunna urskilja ett samband mellan införandet och ökad efterfrågan på era aktier?

5. Ser ni aktieägarprogrammet som ett sätt att konkurrera med andra aktörer inom upplevelseindustrin?

6. I våra undersökningar av svenska företag som erbjuder förmåner har vi kunnat urskilja en norm som är att det i regel erbjuds en enkel och ständigt gällande rabatt till de berättigade aktieägarna, till exempel får dessa 10 % avdrag på priset på alla företagets produkter. Då ni har valt att ge era aktieägare förmåner på ett annat sätt väcks vårt intresse extra mycket för vilka incitament som låg bakom de strategiska valen. Varför valde ni just det upplägg ni har?

7. Varför satte ni en gräns om 1000 aktier för att bli berättigad till aktieägarprogrammet?

8. Enligt informationen på er hemsida är det aktieägaren själv som får ta initiativet till att ansöka om medlemskap i förmånsprogrammet. Hur kontrollerar ni så att alla sökande och redan

anslutna medlemmar är berättigade till programmet? Hur får ni information om när någon sålt sina aktier och hur hanteras detta?

### **Kommentarer**

Att företagen fick lite olika frågor beror på delvis på att de hade olika mycket information tillgänglig på sina webbplatser och i årsredovisningar. Dessutom ville vi ställa vissa specifika frågor till företagen utifrån hur just deras förmån är utformad. Även Rezidor Hotel Group erhöll ett liknande frågeformulär, men från dem fick vi inga svar. 2E Group fick ett nedkortat formulär efter önskemål, och hos New Wave Group fanns endast möjlighet till en kort telefonintervju.

## 8.2 Bilaga 2 – Jämförelse av kursutvecklingen mellan OMX Stockholm Mid Cap PI och SAS, Rezidor Hotel Group, SkiStar samt New Wave Group

OMX Stockholm Mid Cap PI (graf<sup>132</sup>).



Här framgår prisindex för börslistan OMX Mid Cap under den studerade perioden. Detta är alltså basen för framtida jämförelser.

SAS (graf<sup>133</sup>).



Denna graf skiljer sig från de övriga, och antyder att SAS-aktien följt med i den generella börsnedgången, till och med lite tidigare än börsern i stort, men sedan inte återhämtat sig. Kursen har vandrat ganska stadigt nedåt sedan börsraset.

Rezidor Hotel Group (graf<sup>134</sup>).



132 Nasdaq OMX Nordic a)

133 Nasdaq OMX Nordic c)

134 Nasdaq OMX Nordic b)

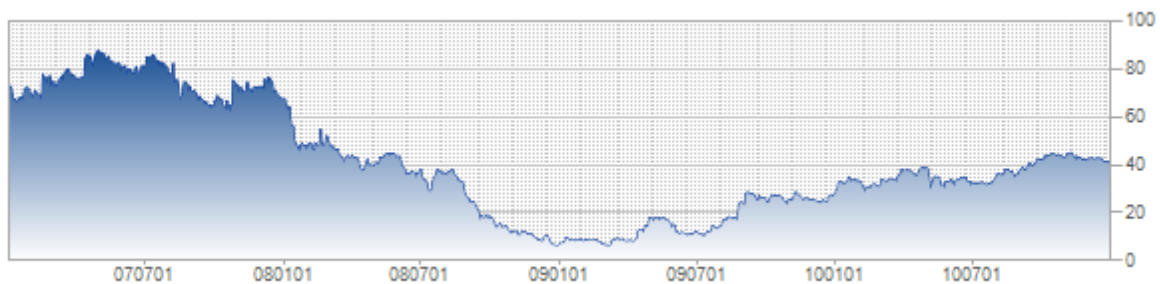
Denna graf antyder att Rezidor-aktien fluktuerat enligt ett liknande mönster som prisindex. Skillnaderna är dock mindre och upp- och nedgångarna har alltså inte varit lika stora. Detta tyder på att Rezidor-aktien har varit något stabilare än det allmänna indexet.

*SkiStar B* (graf<sup>135</sup>).



*SkiStars* aktiekurs tycks ha kommit igen rejält efter nedgången, med en högre kurs efter än före. Detta ser mer positivt ut än prisindex.

*New Wave B* (graf<sup>136</sup>).



Även New Wave Groups B-aktier följer i stora drag trenden. Uppgången efter 2009 är dock inte lika brant som prisindex.

---

135 Nasdaq OMX Nordic e)

136 Nasdaq OMX Nordic d)