

RETAILMÄKLARNA (SVERIGE) AB

Feyaz Deniz

Rörelsevärdering

Stockholm den 17 april 2021

www.retailmaklarna.se

NÄR BEHÖVS EN RÖRELSEVÄRDERING

Rörelsevärderingar utförs vanligtvis för att fastställa rörelsens värde i samband med

- Överlåtelse av rörelse/bolag
- Hyreskontraktets upphörande och fråga om ersättning enligt 12 kap. 58 b § JB
- Upprättande av kontrollbalansräkning – fråga om uppskrivning av värdet på bolagets tillgångar
- Rekonstruktion eller konkurs

TILLVÄGAGÅNGSSÄTT

Oavsett val av värderingsmetod besiktigas den aktuella rörelsen. Besiktningen omfattar en noggrann granskning av rörelsens inriktning, ekonomi, lokalens läge, utformning, lämplighet, utrustning, skick, tillstånd, hyres- och övriga villkor, konkurrens mm.

Vidare utförs en bedömning av marknaden och efterfrågan för den aktuella rörelsen samt inhämtas uppgifter om överlåtelser av liknande rörelser i närområdet.

VÄRDERINGSMETODER

Värderingsmetoder

Vid värdering av mindre och medelstora restaurang-, café- och hotellrörelser används som regel avkastnings- och/eller marknadsvärderingsmetoderna (NJA 2017 s 261 sid 12 punkt 11).

Val av värderingsmetod

I samband med fråga om ersättning enligt 12 kap. 58 b § JB har uppdragsgivaren, vid val av värderingsmetod, rätt att åberopa den för honom förmånligaste metoden. (se bl.a. Svea hovrätt "Profilrestauranger" mål nr T 1621–14 s 29).

Värdering bör därför, om möjligt, i dessa fall ske enligt såväl avkastningsvärderingsmetoden som marknadsvärderingsmetoden för att säkerställa att uppdragsgivaren bereds möjlighet att ta ställning till vilken metod han önskar åberopa.

Värdering av mindre och medelstora restaurang- och caféörelser enligt enbart avkastningsvärderingsmetoden bör överhuvudtaget undvikas.

I tvister om ersättning enligt 12 kap. 58 b § väljer hyresvärdar, av förklarliga skäl, ofta att endast redovisa rörelsens värde enligt den metod som vanligtvis ger det lägsta värdet, dvs. enligt avkastningsvärderingsmetoden. Genom att avstå från att värdera rörelsen enligt marknadsvärderingsmetoden, som historiskt sett ger den bästa

uppskattningen av en restaurangrörelses marknadsvärde, underskattas därmed avsiktligt det verkliga värdet av värderingsobjektet.

För att så långt möjligt uppnå ett rättvisande värde vid värdering av mindre och medelstora restaurangrörelser bör värdering utföras på sätt och efter metoder som de facto tillämpas av potentiella köpare av sådana rörelser och inte på sätt som tillämpas vid värdering av större företag och som enbart uppfyller kravet på en teoretisk korrekt värdering enligt gällande ekonomisk teori. Sistnämnda värderingar kommer sällan eller aldrig att återspegla de priser som potentiella köpare av mindre restaurangrörelser är beredda att betala och är därför oftast utan värde.

Allmänna förutsättningar för rörelsevärdering

En grundläggande förutsättning vid all värdering bör vara att värderingen ska utföras enligt samma metoder och principer som potentiella köpare tillämpar vid sin prissättning av objektet ifråga. Om värderingsmannens metoder avviker från de som tillämpas av tilltänkta köpare och därmed avviker från de priser som faktiskt erlaggs vid genomförda transaktioner kommer värderingsmannens bedömning, hur teoretiskt korrekt och väl genomarbetad den än är, att sakna anknytning till de verkliga värdena av värderingsobjekten.

MARKNADSVÄRDEMETODEN (JÄMFÖRANDE VÄRDERING)

Värdering enligt marknadsvärdemetoden innebär att rörelsen värderas till det pris som marknaden erfarenhetsmässigt är beredd att betala för en liknande rörelse under normala omständigheter.

Enligt Högsta domstolen (NJA 2017 s. 261) ska en värdering inte endast redovisa värderingsmannens egen bedömning av värdet utan redovisa de omständigheter som ska utgöra underlag för domstolens bedömning av rörelsens värde. Det är domstolen som på grundval av den utredning som lagts fram ska finna ett värde som är det mest sannolika uttrycket för vad en köpare skulle betala för rörelsen. Det är därför av största vikt att värderingsmannen inte enbart redovisar sin bedömning av värdet enligt marknadsvärdemetoden utan även i detalj redovisar de väsentliga faktorer som ligger till grund för denna bedömning.

Vid marknadsvärdemetoden görs därför en noggrann bedömning av bl.a. objektets läge, storlek, planlösning, allmänna skick och standard, möjlighet till sena öppet- och serveringstider, behov av renovering, upprustning och uppgradering, hyres-villkor, utvecklingsmöjligheter både för rörelsen och för det närliggande området, konkurrens, kommunikationer och konjunkturläget.

Uppgifter om genomförda överlåtelse av motsvarande eller likartade rörelser i närområdet inhämtas.

Rörelsens olika värdedrivande parametrar jämförs därefter med motsvarande för jämförelseobjekten varefter värderingsmannen utifrån relativa och absoluta avvikelser i de värdedrivande parametrarna och utifrån sin kunskap om efterfrågan på den typ av rörelse som värderingsobjektet representerar kan justera fram ett beräknat värde för rörelsen.

Metodens för och nackdelar

Det har erfarenhetsmässigt visat sig att de priser som köpare är beredda att betala för i vart fall mindre och medelstora restaurang- och kaféerörelser regelmässigt överstiger, och i många fall väsentligt, det värde som, enligt gängse ekonomisk teori, kan beräknas utifrån avkastningsvärdemetoden. Marknadsvärdemetoden har därför kommit att tillämpas i allt större utsträckning och har i rättspraxis godkänts som självständig metod för beräkning av marknadsvärdet i mål om ersättning enligt 12 kap 58 b § JB (se bl.a. Högsta domstolens dom, NJA 2017 s. 261). Ett av Feyaz Deniz upprättat värdeutlåtande åberopades i målet och utgjorde underlag för HD:s domslut.

Det kan förvisso vara förenat med vissa svårigheter att utföra en jämförande värdering i de fall jämförelseobjekt inte är direkt jämförbara eller till och med helt saknas. I dessa fall blir värderingsmannens erfarenhet och kunskap om marknaden samt förmåga att utföra en kvalificerad jämförelse och/eller bedömning helt avgörande för värdeutlåtandets kvalitet.

Det är min bedömning att en värdering av mindre och medelstora restaurang- och kaféerörelser enligt marknadsvärdemetoden i de allra flesta fall bättre återspeglar värderingsobjektets verkliga värde, dvs. det värde som potentiella köpare kan vara beredda att erlagga för objektet ifråga, än vad som blir fallet vid tillämpning av alternativa värderingsmetoder.

AVKASTNINGSVÄRDEMETODEN

Avkastningsvärdemetoden innebär att rörelsens värde beräknas som ett nuvärde av rörelsens beräknade framtida avkastning eller kassaflöde och utgår vanligtvis från att rörelsen kommer att fortsätta att bedrivas under överskådlig tid ("**going concern**").

Med anledning svårigheterna att utföra teoretiskt korrekta avkastningsvärderingar baserade på kassaflödet är det, vid värdering av mindre privata företag, allmänt accepterat att tillämpa en förenklad avkastningsvärdering genom diskontering till nuvärde av den långsiktigt uthålliga vinsten i stället för kassaflödet (se bl. a. Nilsson m.fl. Företagsvärdering med fundamental analys 2002 s. 55). I normalfallet ger kassaflödesbaserad avkastningsvärdering dessutom i stort sett samma värde som resultatbaserad avkastningsvärdering sett över längre tid.

Rörelsens värde beräknas genom att de förväntade framtida årliga resultaten diskonteras till nuvärde med hänsyn till ett för det aktuella fallet fastställt avkastningskrav. Avkastningskravet (WACC; Weighted Average Cost of Capital)

varierar beroende på bl.a. ränteläget, affärsläget, konkurrenssituationen, rörelsens historik, beroende av nyckelpersoner, turbulens i branschen, ev. varumärke, konceptets förväntade livslängd, övriga framtidsutsikter, konjunkturkänslighet, eventuellt goodwillvärde och affärsrisken i den aktuella rörelsen.

Den framtida vinsten uppskattas ofta med utgångspunkt från rörelsens historiska resultatutveckling under de senaste tre till fem åren. För att få ett rättvisande underlag för bedömningen av den framtida avkastningen utifrån den historiska resultatutvecklingen elimineras extraordinära och rörelsefrämmande poster i tillhandahållna resultaträkningar. Resultatet justeras vid behov efter jämförelse med branschorganisationen Visitas nyckeltal eller andra relevanta jämförelsetal. Efter ytterligare justering för eventuella förväntade framtida resultatpåverkande faktorer kan det långsiktigt uthålliga resultatet uppskattas.

Det är vidare en vedertagen princip att resultatet före skatt läggs till grund för beräkningen av rörelsers värde vid en avyttring av rörelsen eller som skadestånd enligt 12 kap 58 b § JB då den ersättning som kan komma att utgå till hyresgästen är skattepliktig. Om Rörelsens resultat efter skatt skulle läggas till grund för beräkningen skulle samma vinst beskattas två gånger. Tillvägagångssättet har fastställts i dom ett otal gånger bl.a. av Svea hovrätt (2003-09-19 i mål nr T 1019-02, 2016-04-14 i mål nr T 481-15 (s. 15) samt 2019-07-08 i mål T 7051-18 (s. 16).

Rent praktiskt sker diskonteringen genom att den långsiktigt uthålliga vinsten divideras med avkastningskravet alternativt genom att vinsten multipliceras med en mot avkastningskravet svarande s.k. multipel. Vid avkastningsvärdering av rörelser av nu föreliggande slag tillämpas vanligtvis avkastningskrav varierande mellan 15 % och 33 %, vilket motsvarar multiplar om 6,7 respektive 3. Ett avkastningskrav om 15 % motsvarar en multipel om 6,7 (dvs. 1 dividerat med avkastningen eller $1/15\% = 6,7$), ett avkastningskrav om 33 % motsvarar en multipel om 3 ($1/33\% = 3$).

För att klargöra relationen mellan diskontering till nuvärde enligt givet avkastningskrav och diskontering till nuvärde med multipel kan följande anföras.

Multipeln är helt enkelt det inverterade värdet av avkastningskravet och används, för att förenkla beräkningen och presentationen, vid beräkning av nuvärdet av ett oändligt antal lika stora framtida betalningar. Ett avkastningskrav om t.ex. 20 % motsvarar en multipel om 5 (dvs. 1 dividerat med avkastningen eller $1/20\% = 5$), ett avkastningskrav om 10 % motsvarar en multipel om 10 ($1/10\% = 10$).

Diskontering till nuvärde av en oändlig uthållig vinst om 500 000 kronor per år efter ett avkastningskrav om 20 % kan beräknas genom att vinsten divideras med avkastningskravet och ger då ett nuvärde om 2 500 000 kronor ($500\,000/20\% = 2\,500\,000$). Samma nuvärde kan alternativt beräknas genom att i stället multiplicera vinsten med den mot avkastningskravet svarande multipeln 5 ($500\,000 \times 5 =$

2 500 000). Vid diskontering till nuvärde av lika stora framtida betalningar blir resultatet således detsamma oavsett vilken teknik som tillämpas. Det är enbart två olika sätt att göra samma beräkning.

En analys utifrån ett avkastningskrav om 20,0 % och en försiktigt uppskattad resultatnivå om 500 000 kronor utvisar ett avkastningsvärde om 2 500 000 kronor enligt nedan följande:

[Redacted]	
Avkastningskrav	20,0%
Multipel	5,0
Resultat	500 000
Avkastningsvärde	2 500 000

En årlig resultatnivå om 600 000 kronor ger under samma förutsättningar ett avkastningsvärde om 3 mkr.

[Redacted]	
Avkastningskrav	20,0%
Multipel	5,0
Resultat	600 000
Avkastningsvärde	3 000 000

I avsikt att åskådliggöra effekten av variationer i avkastningskrav (+/- 2,0 %) och resultatnivå redovisas följande känslighetsanalys.

[Redacted]			
Avkastningskrav	18,0%	20,0%	22,0%
Multipel	5,6	5,0	4,5
Resultat	500 000	500 000	500 000
Avkastningsvärde	2 777 778	2 500 000	2 272 727
Resultat	600 000	600 000	600 000
Avkastningsvärde	3 333 333	3 000 000	2 727 273

Utifrån redovisade variationer i avkastningskrav och resultatnivå varierar avkastningsvärdet mellan knappa 2 300 000 kronor och dryga 3 300 000 kronor. Endast i ett fall understiger avkastningsvärdet 2 300 000 kronor.

Vid diskontering till nuvärde av varierande framtida betalningsströmmar kan naturligtvis multipelberäkning inte användas.

Som exempel kan nämnas att Svea hovrätt i dom 2003-09-19 (Mål nr T 1019-02) ansåg att en lokalhyresgäst som bedrev restaurangverksamhet kunde tillgodoräknas en multipel på 6,6 ggr årsvinsten (motsvarande ett avkastningskrav om ca 15 %) när värdet på rörelsen skulle bestämmas i en avflyttningstvist med hyresvärden.

Svea hovrätt ansåg i dom 2015-03-31 (Mål nr T 1621–14) att hyresgästen, som bedrev restaurangverksamhet i Stadshuset i Stockholm, skulle tillgodoräknas en multipel på 9,1 ggr årsvinsten (motsvarande ett avkastningskrav om 10,99 %) när värdet på rörelsen skulle bestämmas i en avflyttningstvist med hyresvärden.

Ovan angivna WACC och multiplar ligger således inom ramen för vad som får anses vanligt förekommande och godtagbart vid tvist i domstol.

Metodens brister

Metodens nackdel ligger i att de priser som köpare är beredda att betala för mindre och medelstora restaurangföretag/rörelser avviker ofta, i många fall väsentligt, från de värden som kan beräknas utifrån traditionella beräkningar enligt avkastningsvärdemetoden (enligt gällande ekonomisk teori). Något direkt samband mellan de marknadsvärden som erhålls vid traditionell avkastningsvärdering och det verkliga värdet föreligger som regel inte.

Metoden med sina detaljerade uppskattningar av framtida resultatutveckling, kassaflöde och avkastningskrav (WACC, Weighted Average Cost of Capital) är mycket känsligt för även små förändringar i förutsättningarna och resultatet blir därför regelmässigt skenbart precisa värden som inte nödvändigtvis speglar värderingsobjektets verkliga värde och inte överensstämmer med de priser köpare de facto är beredda att betala för värderingsobjekten ifråga. Metoden måste därför användas med yttersta försiktighet vid värdering av mindre och medelstora restaurangföretag/rörelser.

Värdering enligt avkastningsvärdemetoden förutsätter dessutom att potentiella köpare agerar rationellt och i enlighet med gällande företagsekonomisk teori. All erfarenhet talar dock för att så är inte fallet när det gäller förvärv av mindre och medelstora restaurangrörelser. Köpare av sådana restaurangrörelser utför inte analyser enligt gällande företagsekonomisk teori och har många gånger helt andra bedömnings-, prioriterings- och värderingsgrunder och förräntningskrav än vad som gäller enligt standardiserade teoretiska värderingsmodeller. Vid värdering av mindre restaurangrörelser blir därför en traditionell värdering enligt avkastningsvärdemetoden så gott som alltid missvisande med värden som ofta understiger – många gånger väsentligt - de faktiska marknadsvärdena.

I praktiken tillämpar köpare av mindre och medelstora restaurang- och café-rörelser inte avkastningsvärdemetoden vid sin bedömning av det pris de är beredda att betala. Köparen gör i stället en egen beräkning av vad han kan vara beredd att betala mot bakgrund av egna bedömningar av hur verksamheten kan utvecklas i köparens regi och vad andra köpare betalat för motsvarande rörelser. Köparen gör således i praktiken själv en värdering som kan likställas med marknadsvärdemetoden. Köparen önskar många gånger dessutom anpassa rörelsen till egna idéer och vidta förändringar i verksamheten varför tidigare resultatutveckling – och åtföljande

avkastningsvärde – saknar betydelse vid köparens bedömning av marknadsvärdet på rörelsen.

Som exempel på felaktiga utfall kan nämnas att en rörelse som uppvisar minusresultat kommer att åsättas ett lågt eller obefintligt värde enligt avkastningsvärdemetoden medan den i själva verket kan betinga ett icke oväsentligt värde, bl.a. till följd av att rörelsen, inklusive hyresrätten, ofta har ett betydande värde även om rörelsen inte genererar några vinster eller positivt kassaflöde. Vid tillämpning av avkastningsvärdemetoden bortses även regelmässigt från de specifika förutsättningar som gäller i restaurangbranschen, såsom t.ex. finansiering med billiga eller räntefria bryggerikrediter.

Med anledning av de brister och den osäkerhet som är förenad med värdering enligt avkastningsvärdemetoden är det min uppfattning att metoden vid värdering av restaurang- och caféförelser endast bör användas som eventuellt stöd för bedömningen av värdet enligt marknadsvärdemetoden. Om värdet enligt avkastningsvärdemetoden i dessa fall avviker från värdet enligt en gediget utförd värdering enligt marknadsvärdemetoden kommer det senare värdet att med största sannolikhet närmast ansluta till det värde potentiella köpare kan tänkas betala.

BAKGRUND OCH ERFARENHET

Feyaz Deniz är av Sveriges Handelskamrar förordnad värderings- och besiktningsman inom områdena butiks- och företagsvärderingar samt hotell- och restaurangutrustning. Han har varit verksam i restaurangbranschen i över 25 år, först som krögare/ägare till ett flertal restauranger och därefter som företagsmäklare och värderingsman (av Sveriges Företagsmäklares Riksförbund (SFR) auktoriserad företagsmäklare sedan 2016) och har medverkat vid mer än 250 företags- och rörelseöverlåtelser av restauranger och caféer både för egen del och som mäklare, en verksamhet som gett honom omfattande och detaljerad kunskap om denna marknad i synnerhet i centrala Stockholm men även i övriga Storstockholmsområdet och i Mälardalen samt i de flesta städer i mellersta Sverige såsom bl.a. Göteborg, Jönköping, Linköping, Norrköping, Nyköping, Örebro, Karlstad, Västerås, Uppsala, Gävle och Borlänge mm. Eftersom många köpare utgörs av invandrare har han, med sin egen invandrarbakgrund, dessutom mycket god insikt i och förståelse för hur dessa köpare resonerar vid förvärv av restaurang- och caféförelser. Han har upprättat sammanlagt cirka 185 värdeutlåtanden på uppdrag av branschorganisationen VISITA, bryggerier, banker, välrenommerade advokatbyråer, myndigheter, hyresvärdar, fastighetsägare, kommuner och försäkringsbolag samt säljare och köpare av rörelser där den gemensamma nämnaren för dessa är att de har velat få ett opartiskt värde-utlåtande över värderingsobjektets marknadsvärde. Deniz har därutöver varit sakkunnig vid ett stort antal domstolsförhandlingar. Ett av Deniz upprättat värdeutlåtande utgjorde t.ex. underlag för HD:s domslut, NJA 2017 s. 261.

Referenser:

Advokater/jurister

Advokat Girion Blomdahl
Setterwalls Advokatbyrå AB
08 - 598 891 38
070 - 258 92 81
girion.blomdahl@setterwalls.se

Rezarta Cela
Legal counsel, Head of business law
University of Gothenburg
031- 786 11 03
rezarta.cela@gu.se

Advokat Ulf Hökeberg
Advokatfirman Titov & Partners AB
070 - 696 03 03
ulf.hokeberg@titovlaw.se

Advokat Mats E Jonsson
Advokatfirman Vanguard AB,
073 - 383 96 20
mats.jonsson@vangardlaw.se

Advokat Isak Kurt
Grey Advokatbyrå AB
08 - 122 98 600
070 - 792 04 25
isak.kurt@greyadvokat.se

Roland Lilljedahl
Juristfirman Merkur
0708 – 11 65 63
roland.lilljedahl@telia.com

Advokat Lisa Lindström
Stella Advokater
08 - 517 00 864
08 - 517 00 865
0708 - 88 82 88
lisa@stellaadvokater.se

Advokat Bo Malmgren
Advokatbyrå Bo Malmgren AB
08 – 663 24 06
08 – 663 78 32
0708 – 62 78 02
advokat.bo.malmgren@telia.com

Advokat Johan Obel
Advokatfirman Fylgia KB
073 - 340 07 51
johan.obel@fylgia.se

Advokat Johan Sandberg
Advokatfirman Fylgia KB
070 - 432 64 30
johan.sandberg@fylgia.se

Advokat Pontus Scherp
Norburg & Scherp Advokatbyrå AB
08 - 661 20 80
0705 - 238 001
pontus.scherp@norburgscherp.se

Advokat Jessica Schönning
Setterwalls Advokatbyrå AB
070 - 601 51 00
jessica.schonning@setterwalls.se

Advokat Magnus Steninger
Setterwalls Advokatbyrå AB
076 - 623 03 29
magnus.steninger@setterwalls.se

Krögare mm

Henrik Hermansson
CEO and owner
Local Market Sweden AB
O'Learys, Boston Grill, Gnarly Market, Tolv Stockholm
O'Learys och Gnarly Market, Vällingby centrum
Piazza Fieno, Hötorget, Stockholm
072 – 251 24 55
henrik@lokalmarketgroup.se

Lalle Morberg
Founder/Business developer
Hard Rock Café - Oslo, Göteborg, Stockholm, Helsingfors
Joe Farelli's, Göteborg
O'Leary's Avenyn, Göteborg
0730 - 290 400
lalle@nordrest.com

Anders Nikolaisen
CEO
Jensens Food Group A/S
+45 267 226 55
anders@jensens.com

Jonas Reinholdsson
Founder & Business Development
O'Learys Trademark AB
070 - 591 35 19
08 - 545 165 30
jonas.reinholdsson@olearystrademark.com