

Optioner i kommersiella hyresavtal

Sima Ghaemi

copyright © Sima Ghaemi 2014

Fastighetsvetenskap
Institutionen för Teknik och Samhälle
Lunds Tekniska Högskola
Lunds Universitet
Box 118
221 00 Lund

ISRN/LUTVDG/TVLM/14/5305 SE
Tryckort Lund

Optioner i kommersiella hyresavtal

Options in commercial real estate leases

Examensarbete utfört av/Master of Science Thesis by:

Sima Ghaemi, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH

Handledare/Supervisor:

Ingemar Bengtsson, universitetslektor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Fredrik Bergenstråhle, Fastighets- och Transaktionschef, Skanska Fastigheter
Stockholm AB

Examinator/Examiner:

Malin Sjöstrand, lektor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Opponent/Opponent:

Martin Petersson, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds Universitet

Nyckelord:

Optioner, kommersiella hyresavtal, investerare, hyresmarknad, fastighetsmarknad

Keywords:

Options, commercial real estate leases, investors, rental market, property market

Abstract

Options can be a part of commercial real estate leases where both parties agree on conditions not regulated in the typical standardized real estate leases commonly used on the commercial real estate lease market in Sweden. Through the use of options a tenant is able to be flexible with aspects of the lease such as time and space during the time that both parties are bound by the agreement. Since an option is a possibility without obligation to decide on an action in the future, options give the tenant the opportunity to settle up on a decision regarding their office later in the future.

Commercial real estate leases create value to the property why options can have an effect on the value of the real estate. The purpose of this thesis is to examine how investors view options and if options affect the way investors value commercial properties. Based on applicable law and investors view concerning options in commercial real estate leases, a discussion is presented regarding what property owners should consider when entering into options, provided that a property owner is interested in selling their property on the market in the future.

To get an idea of investors' view of the existence of options in commercial real estate leases and their impact on the property value, interviews were conducted with six different investors who are all active on the commercial property market in Stockholm. Furthermore, selected literature and scientifically published articles regarding the subjects' commercial real estate finance, option theory and leases have been studied.

The investors, representing different investment profiles, have different views on how options should be handled in the context of property valuation. However, there is consensus that options in commercial leases have a more or less impact on the value but it is not the existence of options itself which is decisive, but what the option covers and how it is configured. The size of the lease and the opportunities and constraints due to the option are equally important. Therefore, as a property owner, it is important to conclude clearly configured and considered options to limit the risk and the negative value impact that an option in a commercial real estate lease might cause. It can also be an advantage to have in mind what type of investors and investor profiles that may show an interest in the property at a future sale. To be able to assess the competitive supply in the property market it is essential to have knowledge about the geographical areas that those investors are interested in.

Sammanfattning

När hyresavtal ingås är det vanligt att standardavtal för lokal används, framtaget av branschorganisationen Fastighetsägarna. Under avtalspunkten *Särskilda bestämmelser* kan parterna själva avtala om förpliktelser utöver det som på förhand reglerats. Optioner är en sådan typ av förpliktelse. Genom optioner kan hyresgästen tillförskaffa sig flexibilitet i hyresavtalet och på så sätt påverka bland annat hyresobjektets omfattning och hyrestiden under den tid som parterna är bundna av hyresavtalet. Då en option är en möjlighet, utan skyldighet, att fatta beslut om en åtgärd vid ett senare tillfälle kan hyresgästen omvärdera sitt behov under avtalstiden.

Hyresavtal är värdeskapande för en kommersiell fastighet varför förekomsten av optioner kan få påverkan på fastighetens värde. Syftet med detta examensarbete är att undersöka investerarens syn på optioner i kommersiella hyresavtal och om optioner påverkar hur de värderar fastigheter. Med utgångspunkt från investerarens syn på optioner samt hyreslagens tvingande regler diskuteras även vad en fastighetsägare bör tänka på vid ingående av optioner i kommersiella hyresavtal, förutsatt att det finns ett intresse från fastighetsägarens sida att kunna överlåta fastigheten på marknaden vid ett senare tillfälle.

För att få en uppfattning om investerarens syn på optioner i kommersiella hyresavtal och dess värdepåverkan har intervjuer genomförts med sex olika investerare som alla är aktiva på den kommersiella fastighetsmarknaden i Stockholm. Vidare har utvald litteratur och vetenskaplig artiklar gällande fastighetsvärdering, optionsteori och hyreslagstiftning studerats.

Investerarna, som representerar olika investeringsprofiler, har olika syn på hur optioner bör hanteras i samband med värdering. Dock råder samsyn kring att optioner i kommersiella hyresavtal har en mer eller mindre värdepåverkan men att det inte enbart är förekomsten av optionen i sig som är avgörande utan vad den omfattar och hur den är utformad. Hyresavtalets storlek och de möjligheter och begränsningar som optioner för med sig har också betydelse. Som fastighetsägare är det således viktigt att de optioner som ingås är tydligt utformade och genomtänka för att begränsa den risk som byggs in i avtalet och den negativa värdepåverkan som kan följa av optionerna. Det är även en fördel att ha i åtanke vilken typ av investerare som kan komma att visa intresse för fastigheten vid en framtida försäljning och att ha kunskap om inom vilka geografiska områden investeraren verkar, för att kunna bedöma konkurrerande utbud på fastighetsmarknaden.

Förord

Med detta examensarbete avslutar jag mina studier vid Lunds Tekniska Högskola. Examensarbetet har genomförts vid avdelningen för Fastighetsvetenskap och i samarbete med Skanska Fastigheter Stockholm AB.

Jag vill rikta ett särskilt tack till mina handledare Fredrik Bergenstråhle och Ingemar Bengtsson för värdefulla synpunkter och för det stora engagemang som Ni har visat. Vidare vill jag tacka de investerare som tagit sig tid till att besvara mina frågor och på så sätt bidragit till en stor del av arbetet.

Slutligen vill jag tacka alla som gjort mina fem år i Lund till en minnesvärd tid.

Stockholm den 9 maj 2014

Sima Ghaemi

Innehållsförteckning

1 Inledning	13
1.1 Bakgrund	13
1.2 Syfte	13
1.3 Avgränsningar	14
1.4 Frågeställningar	14
1.5 Metod	15
1.6 Felkällor	15
1.7 Disposition	16
Del 1 Teori	19
2. Kommersiella hyresavtal.....	19
2.1 Hyreslagstiftningen	19
2.2 Uppbyggnaden av kommersiella hyresavtal	20
2.2.1 Hyresavtals ingående	20
2.2.2 Hyresavtals utformning och omfattning.....	20
2.2.3 Hyrestid.....	21
2.2.4 Hyresförhållande	21
2.2.5 Hyresobjektet	22
2.2.6 Hyresavtals upphörande.....	22
2.2.7 Hyresavtals giltighet mot ny ägare vid försäljning	23
3. Delmarknader och dess påverkan på fastighetsvärden	25
3.1 Fastighetsmarknaden.....	25
3.1.1 Utbud och efterfrågan på fastighetsmarknaden.....	25
3.2 Hyresmarknaden	26
3.2.1 Hyresgästrådgivning	26
3.3 Byggindustrin.....	26
3.4 Samband mellan olika delmarknader	27
3.5 Efterfrågans påverkan på vakansgraden.....	29
3.6 Prisbildning och cykler i fastighetspriser	31
3.7 Risker med investeringar	32
3.7.1 Risk inom och utom avtalsförhållande.....	32
3.7.2 Finansiering av fastigheter med lånat kapital.....	33
4. Optioner	35
4.1 Optionsteori.....	35
4.2 Optioner som en del av hyresavtalet	37
4.2.1 Optioner kan avslöja en hyresgästs dolda strategi	37
4.3 Värdering av optioner	39
4.4 Exempel på optioners påverkan på kassaflödet	41
4.4.1 Ett företags potentiella ekonomiska utveckling under hyrestiden	42
4.4.2 Potentiellt kassaflöde	42
4.5 Riskfördelning mellan parterna.....	43

5. Investerare	45
5.1 Fastighetsägande	45
5.2 Olika kategorier av investerare	45
5.2.1 Investerares betalningsvilja	46
5.2.2 Fastighetens livscykel	46
5.3 Internationella investeringar	47
Del 2 Empiri	49
6. Investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal	49
6.1 Sammanställning av intervjusvar	49
6.1.1 Kryssfrågor.....	49
6.1.2 Diskussionsfrågor.....	55
Del 3 Analys och Slutsats	59
7. Analys	59
7.1 Optioner i kommersiella hyresavtal	59
7.2 Investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal.....	59
7.3 Investerares värdering av optioner i kommersiella hyresavtal	60
7.4 Vad bör en fastighetsägare tänka på?.....	62
8. Slutsats	63
Källförteckning	65
Tryckta källor.....	65
Rättsfall.....	66
Elektroniska källor	66
Muntliga källor.....	66
Övriga källor	66
Bilaga 1 Fastighetsägarnas standardavtal	67
Bilaga 2 Investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal	71

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Vid ingående av kommersiella hyresavtal är det vanligt förekommande att standardavtal framtaget av branschorganisationen Fastighetsägarna används. I detta avtal finns under punkten *särskilda bestämmelser* möjlighet för parterna att tillsammans komma överens om rättigheter och förpliktelser utöver standardavtalets omfattning. Hur de särskilda bestämmelserna kommer att vara utformade är en förhandlingsfråga och kommer således att ändras över tiden beroende på parternas förhandlingsposition givet rådande förhållanden på hyresmarknaden. Optioner förekommer i kommersiella hyresavtal som en del av de särskilda bestämmelserna. Genom optioner tillförskaffar sig hyresgästen en möjlighet att i framtiden besluta om att vidta en på förhand bestämd åtgärd.

För kommersiella fastigheter tillför de hyresavtal som är knutna till fastigheten värde genom de hyresintäkter som fastighetsägaren får tillgodogöra sig under avtalstiden. Då hyresavtalen utgör ett underlag för värdering är det viktigt för en fastighetsägare som i framtiden vill sälja sin fastighet, att de hyresavtal som ingås är till marknadsmässiga villkor och affärsmässigt gångbara på fastighetsmarknaden.

Andelen hyresgäster som använder sig av professionella hyresgästrådgivare ökar vilket i sin tur innebär att kunskapsglappet mellan hyresgästen och hyresvärden minskar. Således får hyresgästens krav större påverkan än tidigare vid en förhandling. Lokalkostnaden är vanligtvis en av de tyngsta posterna i ett företags ekonomi och det är därför viktigt att kunna kontrollera dessa kostnader även i framtiden. När ett hyresavtal ingås förbinder sig parterna till en bestämd yta under avtalstiden. För en hyresgäst kan det således få stor effekt på dennes ekonomi om lokalbehovet eller avtalstiden som uppskattas vid avtalstecknande visar sig vara fel. För att ett företag ska kunna vara konkurrenskraftigt i dagens ekonomi ställs krav omställning och anpassning varför flexibilitet i hyresavtalen genom ingående av optioner syntes ha blivit en allt viktigare fråga i samband med hyresavtalsförhandlingar.

För en fastighetsägare är det en balansgång mellan att ingå hyresavtal och att undvika att göra det till allt för generösa villkor. Då hyresavtalen följer med fastigheten vid försäljning är det viktigt att beakta investerarens intressen för att fastigheten fortfarande ska betraktas som attraktiv på fastighetsmarknaden. Investerarens inställning till optioner i kommersiella hyresavtal är således avgörande för att förstå och bedöma vilka konsekvenser ingående av optioner i kommersiella hyresavtal kan få på värdet av fastigheten vid en framtida försäljning.

1.2 Syfte

Syftet med detta examensarbete är att undersöka investerarens syn på optioner i kommersiella hyresavtal och om optioner påverkar hur de värderar fastigheter.

Med utgångspunkt i investerares syn samt relevant teori ska även förslag på vad en fastighetsägare bör tänka på vid ingående av optioner i kommersiella hyresavtal presenteras.

1.3 Avgränsningar

Inom begreppet kommersiella fastigheter kan i princip alla användningsområden, förutom bostäder, inrymmas. I detta examensarbete har begreppet avgränsats och syftar endast på fastigheter vars huvudsakliga användning är för kontor. Således är det investerarnas syn på förekomsten av optioner i kommersiella hyresavtal med ändamål kontor, som undersökts. Vidare behandlas endast optioner som skrivna till fördel för hyresgästen.

I examensarbetet presenteras inte någon konkret modell över hur optioner bör värderas. Fokus ligger istället på investerares syn på optioner och hur de generellt sett hanterar dessa i värderingssammanhang.

1.4 Frågeställningar

Hur investerare ser på optioner i kommersiella hyresavtal styrs inte enbart av deras personliga uppfattning utan påverkas av en rad omvärldsfaktorer. För att förstå investerares syn på optioner måste därför följande frågor besvaras:

- Vad för olika kategorier av investerare är aktiva på den kommersiella fastighetsmarknaden?
- Hur ser investerare på optioner i kommersiella hyresavtal?
- Skiljer sig synen på optioner beroende på vilken typ av investerare som tillfrågas?
- Kan belåning påverka hur investerarna värderar optioner?
- Påverkar optioner värdet vid en försäljning?
- Vad i lagstiftningen måste tas hänsyn till vid ingående av optioner?
- Vad gäller vid försäljning av fastigheter beträffande hyresavtalen?
- Hur värderar investerare fastigheter med avtal innehållandes optioner?
- Hur och varför uppstår förhandlingsutrymme för hyresvärdar respektive hyresgäster på marknaden?
- Vad driver internationella investeringar?

- Med utgångspunkt i investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal, vad bör en fastighetsägare tänka på vid ingående av optioner i kommersiella hyresavtal?

1.5 Metod

Examensarbetets teoretiska del grundar sig på en studie av utvald litteratur, vetenskapliga artiklar och ett examensarbete, gällande optioner, fastighetsvärdering och hyreslagstiftning. Den teoretiska delen syftar till öka förståelsen för investerarnas resonemang kring optioner och till att formulera frågor till rapportens empiriska undersökning.

För att undersöka investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal har intervjuer genomförts vid avtalade möten med utvalda investerare. Då investerarnas syn även bör återspeglas i deras betalningsvilja, är ett sätt att angripa syftet att granska köpeavtal. Detta för att undersöka om det finns några skillnader i betalt pris mellan kommersiella fastigheter med hyresavtal innehållandes optioner och kommersiella fastigheter med hyresavtal utan optioner. Då allt fler överlåtelser av kommersiella fastigheter sker genom aktieöverlåtelse, och således i form av lös egendom, blir dessa köpeavtal aldrig offentliga. Hyresavtal är heller inte i regel offentliga handlingar utan finns endast att tillgå om hyresgästen företräder stat eller kommun. Problematiken med att få tillgång till relevant underlag är anledningen till att intervjuer istället har genomförts direkt med investerarna. Sex av de elva investerare som valdes ut och tillfrågades valde att medverka i undersökningen. De har, genom att ha fått vara anonyma, kunnat svara på hur de värderar och resonerar kring optioner vid förvärv av kommersiella fastigheter.

Fokus i examensarbetet ligger på kontorsmarknaden i Stockholm. Någon undersökning gällande hur investerare verksamma på andra orter i Sverige resonerar, har därför inte genomförts. Det har inte funnits möjlighet att inom ramen för detta examensarbete intervju alla investerare på den kommersiella fastighetsmarknaden i Stockholm varför ett urval om sex investerare har gjorts. Investerarna har valts ut då de alla är stora aktörer som aktivt förvärvar kommersiella fastigheter i Stockholm.

Till examensarbetets empiriska del har ett frågeformulär tagits fram, bestående av en enkät och diskussionsfrågor, som samtliga investerare har fått besvara. Svaren från intervjuerna utgör, tillsammans med teoretiska resonemang, grund för analysen och de slutsatser som dras kring investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal, vad fastighetsägare bör tänka på vid ingående av optioner samt om förekomsten av optioner kan ha en värdepåverkan vid en försäljning. Investerarna har även själva fått ange vilken kategori av investerare de anser sig tillhöra i syfte att undersöka om det finns några likheter eller skillnader gällande synen på optioner och som i sin tur kan förklaras av vald investeringsprofil.

1.6 Felkällor

De investerare som tillfrågats är alla att betrakta som betydelsefulla aktörer på den kommersiella fastighetsmarknaden i Stockholm varför deras syn på optioner måste anses

påverka fastighetsmarknaden. Dock har inte tillräckligt många investerare tillfrågats för att kunna dra några statistiska slutsatser kring investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal.

En frågeställning i examensarbetet är att se om det finns några skillnader gällande synen på optioner beroende på vilken kategori av investerare som tillfrågas. Då endast en av de tillfrågade aktörerna ansåg sig vara en opportunistisk investerare blir dennes svar avgörande för de slutsatser som dras kring hur den kategorin av investerare ser på optioner i kommersiella hyresavtal.

1.7 Disposition

Del 1 Teori

Kapitel 2- Kommersiella hyresavtal

Kapitlet ger en översiktlig beskrivning av hyreslagstiftningen och dess konsekvenser för utformandet av optioner. Kapitlet behandlar även hyresavtals giltighet mot ny ägare.

Kapitel 3- Delmarknader och dess påverkan på fastighetsvärden

Kapitlet redogör för sambanden mellan olika delmarknader och hur dessa påverkas av rådande utbud och efterfrågan. Vidare beskrivs prisbildning och cykler i fastighetspriser. Avslutningsvis redogörs för hur hyresavtal bör hanteras i värderingssammanhang samt vilka risker som är kopplade till fastighetsinvesteringar.

Kapitel 4- Optioner i kommersiella hyresavtal

Kapitlet redogör för optioner som finansiellt instrument samt i vilken form optioner kan förekomma i kommersiella hyresavtal. Avslutningsvis beskrivs hur risk fördelas mellan avtalsparterna.

Kapitel 5- Investerare

I kapitlet presenteras olika former av fastighetsägande. Vidare presenteras olika investeringsprofiler samt drivkraften bakom internationella investeringar.

Del 2 Empiri

Kapitel 6- Investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal

I detta kapitel presenteras svaren från de intervjuer som genomförts med investerare aktiva på den kommersiella fastighetsmarkanden i Stockholm.

Del 3 Analys och slutsats

Kapitel 7- Analys

I kapitlet analyseras svaren från de genomförda intervjuerna med beaktande av teori kring fastighetsvärdering, optioner, hyreslagstiftning i syfte om att besvara de valda frågeställningarna.

Kapitel 8- Slutsats

Kapitlet sammanfattar de slutsaster som dragits och ger även förslag på fortsatta studier.

Del 1 Teori

2. Kommersiella hyresavtal

Syftet med detta kapitel är att ge en översiktlig beskrivning av vad som omfattas av begreppen hyra och hyresavtal samt vilka konsekvenser lagstiftningen kan få på utformandet av optioner. Kapitellet tar även upp hyresavtals giltighet mot ny ägare.

Vad som är att anse som hyra regleras i kapitel 7 och 12 Jordabalken (1970:994). I sjunde kapitlet regleras de bestämmelser som finns gällande nyttjanderätter i allmänhet medan bestämmelserna om hyra finns i det tolfte kapitlet, vilket brukar benämnas hyreslagstiftningen. Jordabalken kommer i följande kapitel att hänvisas till genom dess förkortning JB.

2.1 Hyreslagstiftningen

Av JB 12:1 1-2 st. framgår att ett avtal endast kan vara att betrakta som hyra om avtalet omfattar en total nyttjanderätt av hus eller del av hus och att den totala nyttjanderätten är upplåten mot någon form av ersättning. Total nyttjanderätt innebär att nyttjanderättshavaren ska ha exklusivitet till det förhyrda utrymmet.¹

Vad begreppet hus innebär är inte definierat i hyreslagstiftningen. I doktrin definieras hus i hyresrättsligt avseende som ”en byggnad som ger skydd mot vädrets makter för människor och deras saker”.² Enligt Larsson och Synnergren, som båda på olika sätt arbetat med hyreslagstiftning, finns det mycket i lagstiftningen som tyder på att ett hus är en byggnad bestående av väggar och tak och att denna byggnad utgör ett tillslutet utrymme. Byggnaden ska, för att betraktas som hus, dessutom kunna nyttjas av ägaren eller hyresgästen under en längre tidsperiod. Ett avtal gällande total nyttjanderätt till annat än vad som av lagen är att betrakta som hus eller del av hus, utgör istället ett arrendeavtal.

Vidare krävs, för att ett avtal ska betraktas som hyra, att avtalet reglera ett väl definierat och lokaliserat utrymme. Då det som tidigare nämnts krävs total nyttjanderätt för att ett avtal ska klassas som hyresavtal måste i princip avtalet reglera vilket utrymme som hyresgästen har total nyttjanderätt till. Kravet på ett väl definierat och lokaliserat utrymme ter sig då tämligen självklart men även här finns undantag. En parkeringsplats i ett parkeringsgarage kan utgöra hyra även om det av hyresavtalet inte framgår var i garaget nyttjanderättshavaren får parkera sitt fordon. Detta gäller även för förvaringsutrymmen. Det betyder att även om själva lokaliseringen ändras under avtalets gång är avtalet i vissa fall fortfarande att betrakta som hyra. Vidare finns inga krav på att

¹ Nils Larsson, Stieg Synnergren, Kommersiella hyres- och arrendeavtal i praktiken (Johanneshov: Norstedts Juridik 2011), s. 37.

² Larsson, Synnergren, s. 37.

det förhyrda utrymmet ska utgöra en sammanhållen enhet utan det kan omfatta olika delar av ett hus.³

Ett benefikt avtal kan aldrig utgöra ett hyresavtal. Dock betyder kravet på ersättning inte att denna måste erläggas i form av pengar. Prestationer som hyresgästen åtar sig att utföra till förmån för hyresvärden kan också betraktas som hyra.⁴ Allt vederlag, undantaget moms, som hyresgästen erlägger till hyresvärden är att betrakta som hyra, oavsett hur detta vederlag har definierats i avtalet.⁵

Hyreslagstiftningen är en så kallad social skyddslagstiftning som innebär att vissa paragrafer är tvingande till hyresgästens förmån. Det betyder att parterna inte fritt får avtala om villkor så som uppsägningstid och besittningsskydd. En avtalsklausul som strider mot lagstiftningen är således inte tvingande mot hyresgästen utan denne får alltid välja det alternativ, lagtext eller avtalsformulering, som den anser vara mest fördelaktig, JB 12:1 5 st.

2.2 Uppbyggnaden av kommersiella hyresavtal

Ett avtal reglerar inte enbart förpliktelser utan skapar även incitament för parterna samt fördelar risk mellan dem. Fastigheter som till synes är lika kan skilja sig mycket åt, beträffande risk och avkastning, enbart beroende på hur de tillhörande avtalen är utformade.⁶

2.2.1 Hyresavtals ingående

Ett hyresavtal ingås när två parter, hyresvärd och hyresgäst, upprättar ett avtal som uppfyller formkraven i JB 12:1. Rubriceringen av ett avtal är sekundärt, det är innehållet som är avgörande för om avtalet är att betrakta som ett hyresavtal eller inte. Den som hyr ut ett objekt kallas hyresvärd medan den som har fått total nyttjanderätt över ett hyresobjekt kallas som hyresgäst. Hyresvärden kan antingen vara fastighetsägaren själv eller någon som fått till uppgift att företräda fastighetsägaren. I följande text antas fastighetsägaren även vara hyresvärd.

2.2.2 Hyresavtals utformning och omfattning

I praktiken används idag ofta standardiserade hyresavtal som ges ut av branschorganisationen Fastighetsägarna, se bilaga 1. Standardavtalen är framförhandlade formulär där båda parter intressen har beaktats. Syftet med dessa avtal är att minska transaktionskostnader när hyresavtal ingås och att ha en transparent hyresmarknad i

³ NJA 2001 s.10.

⁴ Larsson, Synnergren s. 40.

⁵ Fastighetsägarna, 2008: Handledning till hyreskontrakt för lokal (1.03.2014) s. 13.

⁶ Hans Lind, Stellan Lundström, Kommersiella fastigheter i samhällsbyggandet (Kristianstad: SNS 2009), s. 35.

Sverige.⁷ Det finns dock inget som säger att hyresavtal inte kan ingås utan att Fastighetsägarnas standardiserade avtal används.

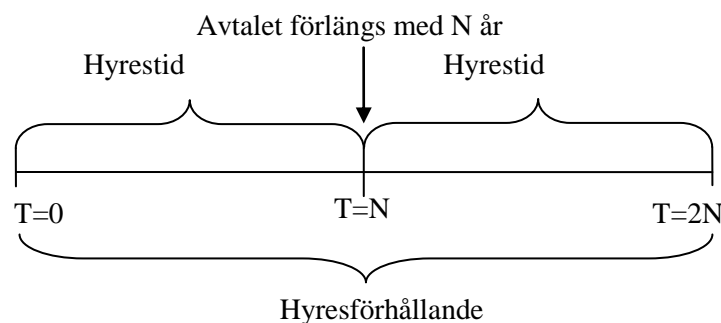
2.2.3 Hyrestid

Den tid då en hyresgäst, enligt gällande avtal, har total nyttjanderätt över ett förhyrt utrymme kallas hyrestid. Hyrestiden är inte enbart intressant för att reglera under vilken tid parterna är bundna av avtalet utan den kan även få ekonomiska konsekvenser. Enligt JB 12:9 3 st. krävs att hyrestiden omfattar minst tre år för att hyran ska få indexregleras eller för att hyresvärderna ska få debitera hyresgästen för fastighetsskatt, så kallade rörliga tillägg. Detta påverkar således hyresvärdens incitament att teckna avtal på minst tre år då kravet på hyrestiden gällande rörliga tillägg är tvingande. Vidare påverkar hyrestiden avtalets uppsägningstid samt möjlighet för parterna att överenskomma om avstående från besittningsskydd, JB 12:56 2 st.

Av JB 12:3 framgår att hyrestiden kan vara både bestämd och obestämd. Enligt lagens mening är avtal ingångna på obestämd tid om inget annat sagts i avtalet. Finns en avtalad hyrestid är den att anse som bestämd. Vidare måste det framgå på vilka villkor avtalet förlängs för att avtalet vid en förlängning fortfarande ska vara att anse som ingått på bestämd tid. Ett avtal som ingås på bestämd tid kan således bli förlängt på obestämd tid. En hyresvärd förlorar då rätten att kräva ersättning för rörliga tillägg då det enligt JB 12:19 3 st. endast får ske på avtal ingångna på bestämd tid med en hyrestid om minst tre år.

2.2.4 Hyresförhållande

Hyresförhållandet avser den samlade tid som hyresgästen innehaft ett avtal och gäller från och med då hyresgästen tillträder hyresobjektet. Hyresförhållandet utgör alltså den avtalade hyrestiden för ett specifikt hyresobjekt inklusive alla förlängningar som har gjorts. Skillnaden mellan hyrestid och hyresförhållande visas i figur 1.



Där T står för tiden från att hyresgästen tillträder lokalen.

Figur 1 Skillnad mellan hyrestid och hyresförhållande.

⁷ Larsson, Synnergren, s. 69 ff.

Ett hyresförhållande är kopplat till ett statiskt objekt och kan brytas antingen genom att hyresavtalet sägs upp eller genom att hyresobjektet förändras, exempelvis genom ett tilläggsavtal eller inlösen av en option som ändrar objektets omfattning. När hyresförhållande bryts infaller en särskild preskriptionstid om två år räknat från det att hyresgästen lämnar lokalen, JB 12:61. Begreppet lämnar lokalen har av högsta domstolen fastslagits betyda från och med det att hyresförhållandet har brutits. Hyresgästen behöver således inte rent fysiskt lämna lokalen utan det enda som krävs är att hyresförhållandet på något sätt avslutas.⁸ Denna preskriptionstid gäller för båda parter varför såväl hyresgäst som hyresvärd måste göra eventuella fordringsanspråk gällande inom två år.

2.2.5 Hyresobjektet

Hyresavtalet är kopplat till hyresobjektet. Detta då det enligt hyreslagen i avtalet tydligt måste framgå lokalens läge samt omfattning för att avtalet ska klassas som ett hyresavtal. Att hyresförhållandet bryts får inte enbart konsekvenser för preskriptionstiden utan möjligheterna till att debitera hyresgästen för rörliga tillägg som exempelvis index och fastighetsskatt också kan påverkas. Har ett hyresavtal ingåtts med en hyrestid om tre år och det efter ett år ingås ett tilläggsavtal där hyresobjektets yta ändras försvinner enligt lagen rätten att debitera hyresgästen för rörliga tillägg de följande två åren. Samma sak gäller för optioner som inlöses efter år ett och som på något sätt förändrar hyresobjektet. Detta beror på att när hyresförhållandet bryts, är avtalet att betrakta som ett nytt hyresavtal med en hyrestid om två år. Då hyrestiden måste vara på minst tre år för att hyresvärden ska kunna ta ut ersättning för rörliga tillägg försvinner den rätten. Att ändra hyresobjektet får även konsekvenser för eventuellt ingångna avstående från besittningsskydd. Ett sådant avstående är kopplat till hyresobjektet och förfaller när hyresförhållandet bryts. Detta då ett ändrat hyresobjekt leder till ett nytt avtal.

Frågan om huruvida ändringar i gemensamma ytor påverkar hyresobjektet har aldrig prövats av domstol. Det råder olika syn på denna fråga men det dominerande synsättet är att ändringar i gemensamma ytor inte påverkar själva hyresobjektet.

2.2.6 Hyresavtals upphörande

Ett hyresavtal upphör genom att någon av parterna säger upp avtalet. Alla hyresavtal måste i regel sägas upp, annars är det förlängt på antingen bestämd eller obestämd tid, beroende på vad som sägs i avtalet. Avtal ingångna på obestämd tid har lagstadgad uppsägningstid om nio månader före hyrestidens utgång. För avtal ingångna på bestämd tid gäller en uppsägningstid om minst nio månader före hyrestidens utgång, förutsatt att hyrestiden överskrider nio månader. För att avtalsförhållandet helt ska brytas måste dock hyresvärden se till att hyresgästen verkligen flyttar, annars anses avtalet förlängt genom en tyst accept, JB 12:3 1-2 st.

⁸ NJA 2007 s.303

2.2.7 Hyresavtals giltighet mot ny ägare vid försäljning

Vid fastighetsöverlåtelse är den nya ägaren bunden av de skriftliga hyresavtal som tidigare ägare ingått, i de fall hyresgästen har tillträtt hyresobjektet, JB 7:13 1 st. I fall då skriftligt hyresavtal saknas eller hyresgästen inte ännu tillträtt hyresobjektet, är den nya ägaren endast bunden av avtalet om överlåtaren har gjort förbehåll i köpet att hyresavtalet ska gälla mot nya ägare, JB 7:11 eller om köparen bort haft kännedom om avtalen vid tidpunkt för köpet, JB 7:14 1 st. Avtal som inte sägs upp inom tre månader från överlåtelsen gäller dock alltid mot ny ägare, JB 7:14 2 st.

För att tilläggsavtal ska gälla mot ny ägare krävs att förbehåll har gjorts i överlåtelseavtalet. Det är dock tillräckligt att en anmärkning om tilläggsavtalet har gjorts på huvudavtalet för att tilläggsavtalet ska vara att anse som förbehållet vid överlåtelsen, JB 7:12.

Underlåter säljaren att göra förbehåll för gällande hyresavtal vid försäljning och om det i sin tur skulle leda till att hyresgästen förlorar rätten till att nyttja hyresobjektet, kan säljaren bli skadeståndsskyldig gentemot hyresgästen, JB 7:18.

3. Delmarknader och dess påverkan på fastighetsvärden

Kapitlet beskriver sambanden mellan fastighets- och hyresmarknaden samt byggindustrin och hur dessa påverkas av rådande utbud och efterfrågan. Vidare beskrivs prisbildning och cykler i fastighetspriser. Avslutningsvis redogörs för hur hyresavtal bör hanteras i värderingssammanhang samt vilka risker som är kopplade till fastighetsinvesteringar.

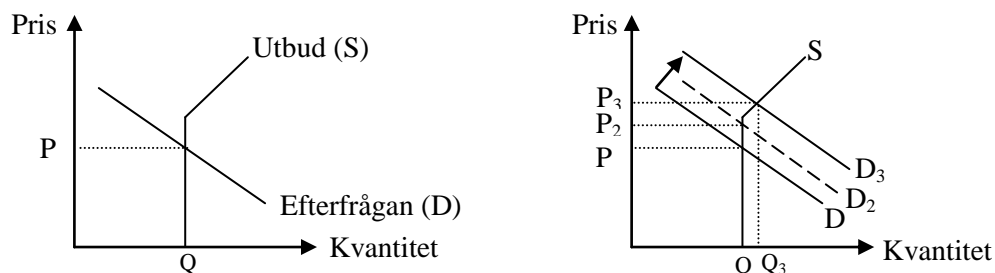
3.1 Fastighetsmarknaden

Fastighetsmarknaden kan delas upp i olika delmarknader med hänsyn tagen till geografiskt läge samt typ av fastighet. I följande text kommer endast delmarknader som rör fastigheter med kommersiellt ändamål att beröras.

Fastighetsmarknaden utgörs av det byggda bestånd som vi har idag. Då tillskottet av bebyggda fastigheter endast utgör någon procent av det befintliga beståndet innebär det att fastighetsmarknaden i stort består av överlåtelse av begagnade varor.⁹

3.1.1 Utbud och efterfrågan på fastighetsmarknaden

Utbudet på fastighetsmarknaden styrs av efterfrågan. På en marknad utan hinder för inträde kommer utbudet att anpassa sig till efterfrågan och marknaden kommer att befinna sig i jämvikt. Fastighetsmarknaden karaktäriseras inte av fritt inträde varför jämvikt inte råder. En utdragen byggprocess där allt ifrån införskaffandet av mark till tillstånd och produktion är förknippade med långdragna och komplicerade processer, gör det svårt för fastighetsmarknadens utbud att anpassa sig till rådande efterfrågan.¹⁰ Att det tar tid för nytt utbud att komma ut på marknaden innebär att utbudskurvan blir i princip oelastisk. Detta påverkar i sin tur förhållandet mellan utbud och efterfrågan, som illustreras i figur 2 nedan. För fastighetsmarknaden förs således ett teoretiskt resonemang kring att det krävs en viss förändring i efterfrågan innan kvantiteten av utbudet förändras.



Figur 2 Först när efterfrågan ökar till D_3 ökar utbudet, $Q < Q_3$.¹¹

⁹ Hans Lind, Erik Persson, Fastighetsmarknad och marknadsanalys (Stockholm: Fastighetsnytt 2011), s. 230 f.

¹⁰ Robert H. Frank, Microeconomics and behavior (New York: McGraw-Hill/Irwin 2006), s. 45.

¹¹ Frank, s. 126.

För fastighetsmarknaden kan spelteoretiska aspekter appliceras för att rent teoretiskt nå en optimal utveckling. Enligt spelteorin så ökar aktiva företag utbudet stegvis när hyresnivån når en viss triggernivå. Denna triggernivå bestäms av antalet aktiva företag på marknaden. De spelteoretiska aspekterna innebär att ett företags agerande styrs av hur andra aktörer på marknaden beter sig. Vad som blir optimal strategi för ett företag beror således på övriga marknaden. Eftersom marknaden styr en given aktörs strategi kommer hyresavtalens löptider att påverkas av nivån av konkurrens bland företagen. Är konkurrensen låg kommer utbudet inte att följa efterfrågan utan hyresvillkoren kommer istället att formas till hyresvärdens fördel gällande hyresnivå och optioner. Detta för att de få företag som dominerar marknaden även styr dess utveckling. De tjänar alla på att inte agera och bygga nytt utan väljer istället att befinna sig på en marknad med stor efterfrågan och litet utbud. I Sverige råder störst konkurrens på fastighetsmarknaden i Stockholm. Detta är dock ett förenklat synsätt. Alla aktörer styrs inte entydigt av marknaden. Skillnad i kapitaltillgång, erfarenhet och kunskap göra att aktörer har mer eller mindre möjlighet till att agera oberoende av övriga marknaden.

3.2 Hyresmarknaden

Hyresmarknaden kännetecknas av avtal med löptider som sträcker sig över flera år. Detta resulterar i att förändringar i efterfrågan inte får direkt genomslag på hyresnivåerna. Det är rådande hyresnivå samt förväntningar på dess utveckling som styr fastighetsprisernas utveckling.

3.2.1 Hyresgästrådgivning

Det har blivit allt vanligare att hyresgäster anlitar professionell hjälp vid flytt till nya lokaler eller vid omförhandling av hyresavtal. Företag som arbetar med hyresgästrådgivning ägnar sig åt att hitta nya lokaler till sina uppdragsgivare och att bistå dem i förhandlingar gällande avtalsvillkor. En del menar på att en bättre balans på hyresmarknaden skapas genom att hyresgästen, genom rådgivning, blir en starkare förhandlingspart. Det sätter även press på hyresvärderna att leverera en produkt som hyresgästen uppskattar för att inte riskera att de vänder sig till andra konkurrenter. Vetskapen om att det finns andra lokaler lediga på marknaden är något som bidrar till hyresgästens fördel vid förhandling.¹² Hyresgästens förhandlingsposition påverkas således av det rådande marknadsläget där det antingen kan vara hyresgästens eller hyresvärdens marknad beroende på hur tillgången på lediga lokaler ser ut.

3.3 Byggindustrin

Byggindustrin påverkas av kostnader för nyproduktion samt marknadsvärdet för nyproducerade fastigheter. Ett mått på när nyproduktion är lönsamt benämns i teorin som *Tobins Q* och består av kvoten mellan marknadsvärde och produktionskostnad. Är kvoten större än ett, är det lönsamt att bygga.

¹² Lind, Lundström s. 39.

$$\text{Tobins } Q = \frac{\text{Marknadsvärde}}{\text{Produktionskostnad}} \quad (3.1)$$

Dock saknar Tobins Q en avgörande dimension när det gäller nyproduktion av fastigheter. Då det tar tid att bygga hinner ofta marknadsläget ändras från det att beslut om produktion tas till dess att byggnaden är färdigställd och kommer ut på marknaden till försäljning.¹³ Om en investerare beslutar sig för att bygga med utgångsläge i den marknad som råder vid tid för beslutet finns risk att byggnaden kommer ut på marknaden när konjunkturen är låg och efterfrågan lika så. Ett sådant synsätt, att endast fatta beslut med utgångspunkt från rådande marknadsläge, benämns i teorin som *myopiskt* synsätt. Ett myopiskt synsätt innebär att beslutsfattaren utgår från att den aktuella marknadssituationen kommer att fortgå längre än vad som är skäligt att tro.¹⁴ Det gäller både i högkonjunktur och lågkonjunktur, vilket resulterar i att det byggs för mycket i högkonjunktur och att få vågar starta projekt i lågkonjunktur.¹⁵

En studie gjord av Fredrik Bruner visar att investerare tenderar att ha ett myopiskt synsätt. Argumenten för undersökningen var att investerare var fokuserade på fastigheternas marknadsvärde vid beslutsfattandet istället för att göra en realistisk prognos över marknadsvärdet vid tidpunkt för färdigställandet. I sin studie fann Bruner tendenser till att Tobins Q i Stockholm var högt en tid innan utbudet av kontorsfastigheter ökade.¹⁶

3.4 Samband mellan olika delmarknader

Vid värdering av kommersiella fastigheter utgör hyresavtalen en viktig del då de förbinder hyresgästen att betala hyra och således genererar intäkter till fastighetsägaren i form av ett driftnetto. Då hyresavtal tillför fastigheten värde finns det en tydlig koppling mellan fastighetsmarknaden och hyresmarknaden. Hyresnivåer och hyresvillkor påverkas av den tillväxt som råder på hyresmarknaden, som i sin tur påverkas av den ekonomiska tillväxten. Även byggaktivitet och fastighetspriser påverkas av den ekonomiska tillväxten. Förhållandet mellan hyresmarknaden, fastighetsmarknaden och byggindustrin brukar illustreras i en modell likt figur 3. Modellen visar hur de olika delmarknaderna påverkar varandra och vilka effekter som den ekonomiska tillväxten tillsammans med kapitalmarknadens avkastningskrav ger.¹⁷ Modellen används både för att visa hyresmarknaden idag men även för att visa på en framtida utveckling.

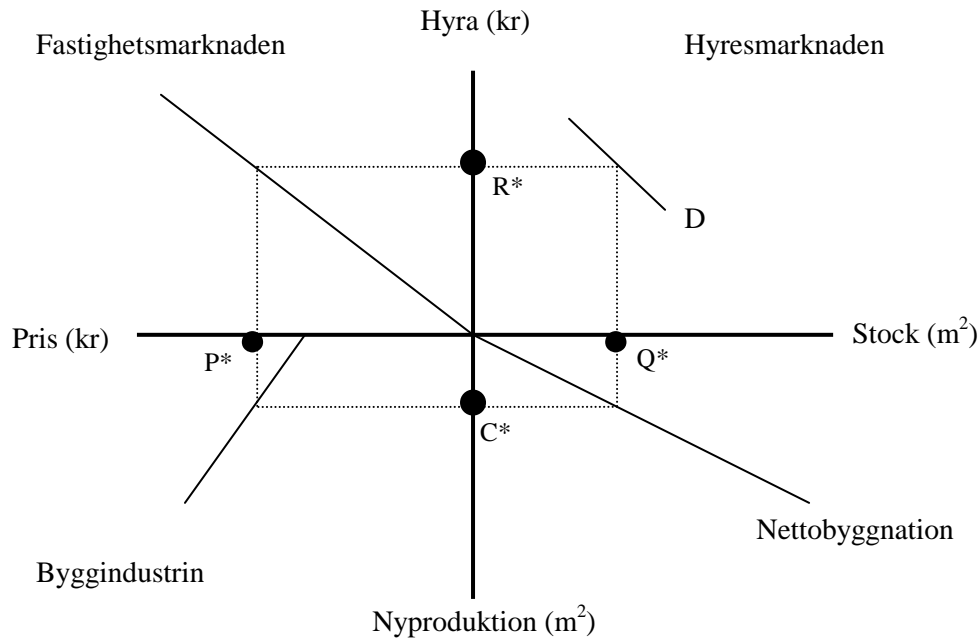
¹³ Stellan Lundström, Bo Nordlund, Den kommersiella fastighetsmarknaden i Sverige (I: Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet), s. 371.

¹⁴ Fredrik Bruner, Avhandlingen (Stockholm: KTH 2014), s. 52 f.

¹⁵ Lind, Lundström, s. 85.

¹⁶ Bruner, s. 52 f.

¹⁷ Lundström, Nordlund, s. 370-378.

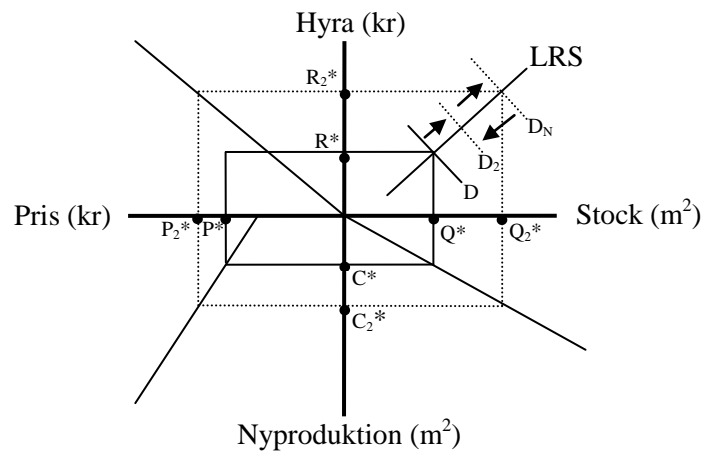


Där
 D är efterfrågan
 R* är hyresnivån i jämvikt
 Q* är kvantiteten i jämvikt
 C* är produktionen i jämvikt
 P* är priset i jämvikt

Figur 3 Samband mellan olika delmarknader.¹⁸

Förändringar i den ekonomiska tillväxten påverkar alla delmarknader eftersom efterfrågekurvan skiftar, antingen ut eller in, vilket illustreras i figur 4 där en ökad efterfrågan leder till en ökad hyresnivå. Detta leder i sin tur till högre fastighetsvärden vilket gör att fler aktörer bygger. Ökat byggande resulterar i en ökad stock av uthyrbar area. Vi skulle observera ett motsatt förvarande om efterfrågan sjönk då stocken skulle minska som resultat av att färre aktörer skulle bygga nytt på grund av värdefallet. Som resultat av detta skulle stocken minska då förslitna fastigheter inte skulle ersättas av tillräckligt stor volym nyproduktion. Alla förändringar i efterfrågan utefter den långsiktiga utbudskurvan, LRS, leder till en marknad i jämvikt.

¹⁸ David M. Geltner, Norman G. Miller, Commercial real estate: Analysis & Investments (United States of America: Cengage Learning 2007), s. 26.



Figur 4 Alla förändringar i efterfrågan utefter LRS kommer leda till jämvikt mellan delmarknaderna.¹⁹

Om efterfrågan inte skiftar utefter den långsiktiga utbudskurvan kommer jämvikt inte råda mellan delmarknaderna. Hur lång tid det tar innan det är jämvikt råder beror på om aktörerna har adaptiva eller rationella förväntningar. Har aktörerna rationella förväntningar kommer jämvikt infinna sig kort efter förändringen då aktörerna tänker långsiktigt. Har aktörerna adaptiva förväntningar, det vill säga om aktörerna fattar beslut om att bygga baserat på bakåtblickande förväntningar, kommer det att antingen byggas för mycket eller för lite vilket resulterar i att det tar längre tid innan jämvikten återställs.²⁰

3.5 Efterfrågans påverkan på vakansgraden

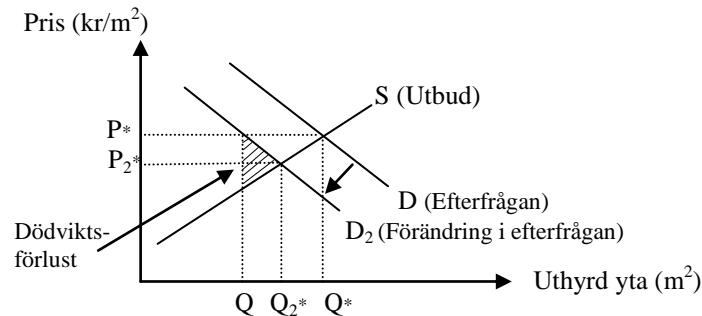
Rent teoretiskt borde hyresmarknaden alltid vara i jämvikt om utbudet följde efterfrågan. Vi skulle med andra ord inte kunna observera några förändringar i vakansgraden. Detta för att hyresvärdar, genom att sänka hyra, skulle kunna hyra ut sina tomma lokaler och därigenom anpassa sig till rådande efterfrågan. Således skulle vi kunna förvänta oss lägre hyror i lågkonjunkturer och högre hyror i högkonjunkturer. Detta är dock inte vad som kan observeras på marknaden. Istället för att sänka hyrorna när efterfrågan sjunker väljer hyresvärdarna att låta en del av beståndet vara outhyrt för att hålla upp hyresnivån. Då hyresmarknaden består av ett fåtal aktörer är detta möjligt, så länge alla använder sig av samma strategi. I lågkonjunktur tenderar istället hyresvärdar istället att erbjuda hyresgästen dolda rabatter och mer påkostade hyresgäst Anpassningar för att hålla upp hyresnivån. Vi får således en anpassning i kvantitet istället för i priset vilket illustreras i figur 5. Istället för att hamna i en ny jämvikt (Q_2^* , P_2^*) hyr hyresvärdar ut mindre yta men till samma pris som tidigare och vi hamnar i punkt (Q , P^*). Således hyrs mindre yta ut än vad som är samhällsekonomiskt optimalt varför vi får en dödviktsförlust.²¹ Dolda villkor och hyresrabatter resulterar i att det blir svårt att bedöma en rättvisande hyresnivå

¹⁹ Geltener, Miller, s. 26.

²⁰ Geltner, Miller, s. 25 ff.

²¹ Lind, Lundström s. 91 f.

vilket i sin tur försvårar värderingen. Detta i kombination med att fastigheter redan är komplexa objekt bidrar till de svårigheter som finns för aktörer att skapa sig en prisbild om de fastigheter som finns på marknaden.²²



Figur 5 När prisnivån inte anpassas till rådande efterfrågan kommer vakansnivån att öka och mindre yta hyrs ut än vad som är samhällsekonomiskt optimalt.²³

Det finns en annan teori om varför hyresvärdar inte sänker hyran när efterfrågan sjunker. Denna teori menar på att lokaler som hyresvärdarna inte kan hyra ut till den hyresnivå som råder på marknaden är att se som optioner. Istället för att hyra ut till en lägre hyra har hyresvärdarna möjlighet att hyra ut lokalen till en högre hyra i framtiden om hyresnivån stiger. Denna teori möter dock kritik från dem som menar på att hyresvärdar har möjlighet att teckna korta hyresavtal utan besittningsskydd. Det skulle således vara ett alternativ till att låta lokalerna stå tomma i väntan på att efterfrågan ska öka och hyresnivån med den. Det finns dock argument som talar för att det kan vara rationellt för en hyresvärd att inte sänka hyran när efterfrågan sjunker. Om hyresvärdarna sänker hyran när nya avtal ingås, kommer denne i en sämre förhandlingsposition när omförhandlingar av hyran med övriga hyresgäster ska ske.

Efterfrågan på lokaler kan skilja sig mellan olika typer av lokaler. Medan efterfrågan på marknaden som helhet kan vara hög kan den vara låg gällande en viss typ av lokal för ett visst ändamål. Olika arbetssätt ställer olika krav på lokalernas utformning vilket exempelvis kan innebära att efterfrågan på lokaler som är svåra att anpassa efter behov kan vara låg medan efterfrågan på moderna lokaler kan vara hög. Vakansgraden kan således skilja sig mellan olika fastighetsbestånd och lägen.²⁴ Även konjunkturläget får påverkan på vakansgraden och kan skilja sig mellan olika delmarknader. Ett konjunkturläge kan gälla för hela marknader eller för enbart för individuella företag. Det i sin tur får olika påverkan på marknadens vakansgrad och på vakansgraden inom ett fastighetsbestånd.

²² Lundström, Nordlund, s. 378.

²³ Frank, s. 54.

²⁴ Lind, Lundström, s. 92-100.

3.6 Prisbildning och cykler i fastighetspriser

Cykler i fastighetspriser kan rent teoretiskt förklaras av hur aktörerna på marknaden agerar i förhållande till den information som finns tillgänglig. Även gällande fastighetspriser finns teorier om huruvida marknadsaktörer är att betrakta som rationella eller inte.

Teorin om den effektiva marknaden för prisbildning på fastighetsmarknaden bygger på att aktörer försöker skaffa sig en uppfattning om fastighetens framtida position på marknaden. Detta gäller såväl vid köp som vid försäljning av en fastighet. Detta går hand i hand med resonemanget kring värdering av fastigheter där värdet utgörs av de framtida nyttor som fastighetsägaren kan tillgodogöra sig från fastigheten. Enligt teorin kommer rationella aktörer alltid att använda den information och bästa möjliga teori som finns tillgänglig för att bedöma vad de anser är det rätta priset för fastigheten. Om alla aktörer är rationella bör alla aktörer således komma fram till ungefär samma värde. Fastighetspriser på marknaden skulle då spegla rationella aktörers bedömning av den ekonomiska utvecklingen och de framtida nyttor som fastigheterna kan generera. Värdet bör då även återspegla de risker som är rationella att ta hänsyn till.

Eftersom de rationella aktörerna på marknaden bildar sig en prisuppfattning utifrån rådande teorier och den information som finns tillgänglig på marknaden kommer priset att ändra sig så fort ny information finns att tillgå. Således kommer priserna att öka om informationen är positiv medan negativ information får motsatt effekt. Då det kan ta tid att tolka ny information, kan det dröja innan den får prispåverkande effekter. Priserna på fastighetsmarknaden kan dock sjunka utan att det är rationellt att förvänta sig det. Framtiden är alltid behäftad med osäkerhet och oförutsägbara händelser kan alltid inträffa som får konsekvenser på marknaden. Exempel på oförutsägbara händelser kan vara krig som får effekter på flera delmarknader, där även fastighetsmarknaden.

Teorin om den effektiva marknaden möter kritik från dem som menar på att prisbilden snarare hör ihop med aktörernas psykologiska beteende och att det förklaras av *behavioural finance*. Kritikerna menar på att priserna tenderar att söka sig tillbaka till ett medelvärde och där cykler i priser visar på att sannolikheten för att priser ska falla, är större desto högre priser som observeras och sannolikheten att priserna ska öka är större ju lägre priser som observeras. Om prisbilden hos marknadsaktörer endast styrdes av ny information skulle sådana mönster inte observeras. Vidare menar kritikerna på att det faktum att teorin om den effektiva marknaden bygger på att alla aktörer ska komma fram till samma resultat, innebär att marknaden skulle vara statisk och endast förändras när ny information finns tillgänglig. De menar att på att det är fel att betrakta marknaden så då den ständigt förändras. Exempelvis så kan såväl nya som gamla aktörer se nya möjligheter på andra marknader vilket leder till att antalet och typer av aktörer ständigt förändras.²⁵

²⁵ Lind, Lundström, s. 86 f.

3.7 Risker med investeringar

Det finns olika typer av risker vid investeringar. Dels handlar det om affärsmässiga risker som är kopplade till hyresintäkter, kostnader för drift och underhåll samt förändringar i marknadsvärde. Dessa påverkas av såväl interna som externa faktorer där fastighetens tekniska status och ägarens förvaltningsförmåga får påverkan på resultatet, samtidigt kan övriga fastighetsmarknaden få avgörande effekter på bland annat uthyrningsgraden. Det finns även finansiella risker som är direkt kopplade till huruvida fastigheten är finansierat med lånat kapital. Om räntor och amorteringskostnader överstiger fastighetens driftnetto kan likviditetsproblem uppstå.²⁶

3.7.1 Risk inom och utom avtalsförhållande

Inom avtalad hyrestid är risken för att en fastighetsägare inte ska kunna tillgodogöra sig kassaflödet från fastigheten betydligt mindre än utom hyrestiden. Inom avtalad hyrestid är det hyresgästens betalningsförmåga som påverkar kassaflödets risk. Denna risk går dock att begränsa genom att avtal tecknas med stabila hyresgäster och att hyresgästen lämnar en banksäkerhet som täcker eventuella hyresförluster vid utebliven betalning eller konkurs. Utom hyrestiden är risken större att fastighetsägaren inte får tillgodogöra sig något kassaflöde då det finns en risk att lokalen står vakant. Även om lokalen kan hyras ut så finns en risk att det sker till en lägre hyresnivå än enligt tidigare gällande hyresavtal. För att ta hänsyn till detta vid värdering kan en annan riskpremie än den som används i kalkylen när lokalen är uthyrd appliceras under den tid som något hyresavtal för lokalen inte finns. Den riskpremien ska då spegla risken på den kommersiella hyresmarknaden. För att uppskatta nuvärdet av framtida uthyrningar och ett värde vid en framtida försäljning, delas således kalkylperioden upp och driftnetton från ingångna avtal skiljs från antaganden om driftnetton i framtida avtal.²⁷

I praktiken är det dock vanligare att applicera en diskonteringsfaktor över hela kalkylperioden som tar hänsyn till såväl säkra som osäkra kassaflöden. Detta är speciellt användbart för fastigheter med många hyresgäster och där hyresavtalen löper ut vid olika tidpunkter. Detta då det kan vara svårt att uppskatta korrekta diskonteringsfaktorer för varje utfall i kalkylperioden. Som diskonteringsfaktor kan en genomsnittlig kalkylränta, *blended IRR*, användas för att uppskatta ett marknadsvärde. Genomsnittlig kalkylränta representerar alternativkostnaden för kapital och förväntad avkastning för investeringar med jämförbar risknivå och kan användas för hela kalkylperioden.

$$\text{Fastighetens värde} = \sum_{i=1}^n \frac{CF}{(\text{Blended IRR})^i} + \frac{\text{Restvärde}}{(\text{Blended IRR})^n} \quad (3.2)$$

Där kalkylperioden är n år och CF det kassaflöde som erhålls under kalkylperioden.

²⁶ Nordlund, Lundström, s. 387 ff.

²⁷ Geltner, Miller, s. 205 f.

Det finns alltid risk för att något oförutsägbart händer. Alla risker och möjliga utfall gör att en uppdelning av kalkylperioden i olika tidsperioder med olika riskpremier blir komplicerad och dessutom svårt att genomföra. Lite talar för att värdering efter den teoretiska modellen blir behäftad med mindre osäkerhet än den mer praktiska metoden där en och samma diskonteringsfaktor används för hela kalkylperioden. Denna diskonteringsfaktor ska alltså innefatta risk för såväl säkra som osäkra hyresperioder. Det är således motiverat att använda den mer praktiska modellen med en genomsnittlig kalkylränta.

I praktiken är det även vanligt förekommande att använda evighetskapitalisering för att få en uppfattning om en fastighets värde. Det är en mycket förenklad modell där årets första driftnetto (DN) divideras med direktavkastningen (y).²⁸ Hyrorna ses som en evig inkomst varför restvärdet av fastigheten faller bort och beräkningen blir en geometrisk serie. Modellen är bäst lämpad för fastigheter med långa hyresavtal med en enda säker hyresgäst.

$$\text{Värde} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{DN}_{\text{år } 1}}{(1+y)^i} = \frac{\text{DN}_{\text{år } 1}}{y} \quad (3.3)$$

Detta kan illustreras med ett räkneexempel där hyresintäkterna år ett antas vara 20 miljoner kronor, kostnaderna för drift och underhåll 2 miljoner kronor och direktavkastningen 6 %. Marknadsvärdet för fastigheten blir då 300 miljoner kronor.

$$\text{Marknadsvärde} = \frac{\text{DN}_{\text{år } 1}}{y} = \frac{20 \text{ Mkr} - 2 \text{ Mkr}}{6 \%} = 300 \text{ Mkr}$$

3.7.2 Finansiering av fastigheter med lånat kapital

Det är inte ovanligt att fastighetsköp finansieras med lånat kapital. Hur stor del av köpeskillingen som är utgör eget kapital och hur stor del som utgör lånat kapital beror på investeraren och vilken strategi denne agerar efter samt dennes kapitaltillgång. Jämfört med internationella börsnoterade fastighetsbolag har svenska fastighetsbolag relativt hög belåningsgrad. Detta innebär, allt annat lika, att de svenska fastighetsföretagen är känsligare för förändringar i ekonomin. Hög belåningsgrad och korta räntebindningstider innebär en högre risk. Det är framförallt två risker som måste beaktas vid belåning. Den ena riskfaktorn är att marknadsvärdet sjunker och att förhållandet mellan lånat kapital och fastighetens värde förändras. Den andra riskfaktorn är att det driftnetto som fastigheten genererar inte räcker till för att betala räntekostnader och samtidigt ge avkastning på det egna kapitalet.²⁹

Att finansiera ett fastighetsköp med lånat kapital innebär inte bara att det blir mer risk, det ger även möjlighet till högre avkastning genom att det blir en hävstång mellan eget kapital och lånat kapital. Genom att låna kapital kan en investerare äga en tillgång som är

²⁸ Geltner, Miller, s. 206 ff.

²⁹ Lundström, Nordlund, s. 387 f.

värd mer än dennes egna tillgångar.³⁰ För en investerare som enbart investerar i fastigheter definieras hävstången som skillnaden mellan att köpa en fastighet med eget kapital eller att belåna fastigheten och på så sätt frigöra eget kapital för vidareinvestering i andra fastigheter. Hävstången beräknas genom en hävstångsekvation som utgörs av relationen mellan eget kapital, lånat kapital och totalt kapital.

$$R_E = R_T + (R_T - R_L) * \frac{L}{E} \quad (3.4)$$

R_L = Ränta på lånat kapital

L = Lånat kapital

R_T = Direktavkastning på totalt kapital

E = Eget kapital

R_E = Avkastning på eget kapital

För att illustrera vilken effekt en belåning kan ha på avkastningen på eget kapital kan två investeringsmöjligheter appliceras på en fastighet. Antag att marknadsvärdet för en fastighet är 100 miljoner kronor, räntan på lånat kapital är 3 % och att det finns ett direktavkastningskrav på 6 %. Om investeringen i fastigheten sker med 70 % lånat kapital erhålls en avkastning på eget kapital om 13 %. Om investering i samma fastighet sker med 10 % lånat kapital och 90 % eget kapital erhålls en avkastning på eget kapital om 6,3 %.

$$R_E = 6 \% + (6 \% - 3 \%) * \frac{70 \text{ Mkr}}{30 \text{ Mkr}} = 13 \%$$

$$R_E = 6 \% + (6 \% - 3 \%) * \frac{10 \text{ Mkr}}{90 \text{ Mkr}} = 6,3 \%$$

Att finansiera en fastighet med lånat kapital betyder inte alltid att högre avkastning på eget kapital erhålls. Om räntan för lånat kapital stiger till 14 % och avkastningskravet nu är 7 % skulle samma investering leda till följande:

$$R_E = 14 \% + (14 \% - 7 \%) * \frac{70 \text{ Mkr}}{30 \text{ Mkr}} = -9,3 \%$$

$$R_E = 14 \% + (14 \% - 7 \%) * \frac{10 \text{ Mkr}}{90 \text{ Mkr}} = 6,2 \%$$

I tider då det är dyrt att låna är kostnaderna för lånet högre än den hävstångseffekt som belåningen kan ge. Ju större andel av investeringen som finansieras av lånat kapital desto mindre avkastning erhåller investeraren på eget kapital. Är andelen lånat kapital stor kan avkastningen bli negativ, vilket framgår av räkneexemplet ovan.

³⁰ Geltner, Miller, s. 214.

4. Optioner

Ett hyresavtal förpliktigar hyresgästen att erlægga hyra vilket innebär att fastigheten genererar ett kassaflöde. Då fastighetens kassaflöde ligger till grund för de kalkyler som används vid fastighetsvärdering kan hyresavtalens struktur få värdepåverkande effekter. Förekomsten av optioner i kommersiella hyresavtal kan vara ett sådant inslag som får effekter vid värdering. I detta kapitel redogörs för optioner som finansiellt instrument samt i vilken form optioner kan förekomma i kommersiella hyresavtal. Kapitlet avslutas med ett exempel som visar på hur förekomsten av optioner kan påverka fastighetens kassaflöde samt ett resonemang kring riskfördelning.

4.1 Optionsteori

En option är en framtida valmöjlighet utan skyldighet. Det betyder att optionshavaren köper en rättighet att fatta ett beslut om ett agerande i framtiden. Optionsteori utgår från att optionshavaren alltid kommer att agera på det sätt som genererar optimalt värde.³¹ Det innebär att optionshavaren alltid kommer att nyttja sin option om den medför en positiv nytta och att optionshavaren kommer att avstå från att lösa in optionen om den innebär det motsatta.³² I princip är alla beslut som innefattar en valmöjlighet är att betrakta som optioner.

Optionens värde uppstår alltså genom att det finns en valmöjlighet. Det finns två typer av optioner, europeiska och amerikanska. En europeisk option har ett specifikt lösendatum medan en amerikansk option har en löptid och där optionen får inlösas när som under denna löptid.³³ Då det är värdefullt att kunna lösa in en option när som under löptiden istället för vid ett förutbestämt datum är den amerikanska optionen mer värdefull än den europeiska. Den amerikanska optionen bör således vara dyrare.³⁴ Optionens värde för innehavaren illustreras i figur 6 som $C_T = \max [0, S-X]$ där C_T är optionens värde vid tid T för inlösen medan S är värdet av den underliggande tillgången och X är lösenpriset. Beroende på vad för typ av option det handlar om blir den underliggande tillgången och lösenpriset olika. För en option som ger hyresgästen rätt att frånträda yta skulle värdet av den underliggande tillgången utgöras av den nytta hyresgästen erhåller av att frånträda yta som hyresgästen inte har behov av. Lösenpriset skulle då kunna vara en *penalty fee*, straffavgift, som hyresgästen kan vara tvungen att erlægga till hyresvärderna för de investeringar som gjorts i hyresgästens lokal. Om optionen betraktas som en försäkring kan straffavgiften betraktas som en självrisk som optionshavaren måste erlægga för att nyttja försäkringen.

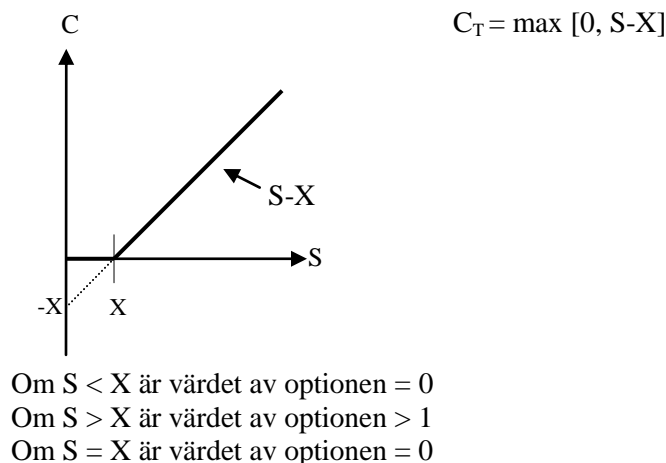
³¹ Steven Grenadier, Valuing lease contracts a real-options approach, (I: Journal of financial economics 1995), s. 300.

³² Fischer Black, Myron Scholes, The pricing of Options and Corporate Liabilities (I: The journal of political economy 1973), s. 647.

³³ Åke Gunnelin, Optioner i fastigheter, (Stockholm: Fastighetsnytt 2011), s. 483.

³⁴ Black, Scholes, s. 647.

För innehavaren av optionen kan värdet av den aldrig bli mindre än noll då optionen endast är en valmöjlighet och ingen skyldighet. Således utgör optionen den bredare linjen i grafen medan linjen $s-x$ utgör en termin, en rättighet men också en skyldighet att agera vid tidpunkten t .



Figur 6 Optionen utgörs av den heldragna linjen där C_T är optionens värde vid tid för inlösen.

För den andra parten, som givit ut optionen, kan den medföra ett negativt värde om den ersättning för optionen som erlagts inte värdemässigt ersätter för den ekonomiska förlust som eventuellt uppstår vid inlösen. För utgivaren av en option är figur 6 således spegelvänd.

Optioner är vanligt förekommande som finansiella instrument men förekommer även i reala tillgångar. Som finansiellt instrument kan optionen innebära rätt för optionshavaren att köpa en aktie i framtiden för ett bestämt pris medan en option i en real tillgång kan innebära rätt för optionshavaren att exempelvis bygga på obebyggd mark. För finansiella optioner finns det en marknad där handel med optioner sker och där det således är lättare att både värdera och prissätta dem. Reala optioner betraktas däremot inte ha någon andrahandsmarknad då de ofta är utställda till fysiska eller juridiska personer vilket innebär att de inte kan överlåtas. Även om optioner i reala tillgångar är svåra att prissätta kan de ha ett stort värde.³⁵ En option i ett kommersiellt hyresavtal som ger en hyresgäst rätt att fatta ett beslut vid ett senare tillfälle kan inte överlåtas separat då det är en del av avtalet.

³⁵ Gunnelin, s. 483 f.

4.2 Optioner som en del av hyresavtalet

Att hyra kan jämföras med att köpa en nyttjanderätt under en viss specifik tid. Genom att ingå ett hyresavtal uppstår nytta för båda parter. Hyresgästen får nytta av att nyttja lokalen medan fastighetsägarens nytta består av de kassaflöden som genereras av hyresintäkterna samt fastighetens restvärde.³⁶ Hyresavtal kan innehålla olika sorters särskilda bestämmelser som är att betrakta som optioner. Som exempel på optioner kan nämnas rätt för hyresgästen att minska eller öka ytan under avtalstiden. Hyresgästen kan även genom optioner tillförskaffa sig rätten att avträda hela hyresavtalet i förtid eller förlänga hyresavtalet på oförändrade villkor. Vad optionen kommer att omfatta är en förhandlingsfråga mellan parterna. Genom optioner skapas flexibilitet i hyresavtalen, denna flexibilitet kan dock påverka såväl fastighetens som avtalets värde beroende på hur villkoren är utformade.

En fastighetsägare tjänar generellt på långa hyresavtal förutsatt att avtalad hyra samt villkor är marknadsmässiga. För en hyresgäst är det viktigt med långsiktighet samtidigt som möjligheten till att ställa om och anpassa sig efter rådande marknadsvillkor kan vara direkt avgörande för att vara konkurrenskraftig mot övriga företag. Med en utveckling som går mot kortare produktionscykler ökar vikten av flexibilitet i de kommersiella hyresavtalen sett från hyresgästens perspektiv.

Optioner har i regel ett pris som kan liknas vid köp av en försäkring. Hyresgästen är alltså villig att betala ett pris för att undvika risken att inte kunna anpassa hyresavtalet efter framtida marknadsvillkor vilket dennes konkurrenter kan ha möjlighet till. Det i sin tur kan påverka företagets konkurrensförmåga.³⁷ Förändringar i marknadsekonomi kan få effekter på ett företags vinst. Vikten av att kunna omstrukturera och anpassa sina lokaler efter behov blir stor i sämre tider för att kunna konkurrera med andra företag inom samma sektor. Ett företag som sitter på ett långt avtal med hög hyra kan få svårt att konkurrera med företag som har möjlighet att omförhandla sin hyra eller sina hyresvillkor.

Ju närmare hyrestidens utgång vi kommer desto mindre värde får optionen då hyresgästen istället kan välja att säga upp avtalet. Hyresgästen kan då få till stånd de förändringar som denne vill ha vid en omförhandling av hyresavtalet. Optionen fungerar som en försäkring mot att parterna inte vet vad som kommer att hända i framtiden och ju närmare framtiden vi kommer desto mindre osäkerhet om dess utveckling finner vi. Av detta följer att optioner har högst värde vid avtalstidens början.

4.2.1 Optioner kan avslöja en hyresgästs dolda strategi

Val av och betalningsvilja för optioner kan avslöja en hyresgästs dolda strategi. En studie gjord av Mooradian och Yang visar på att hyresgäster som innehar en option om att frånträda yta i förtid med stor sannolikhet kommer att använda denna option om

³⁶ Grenadier 1995, s. 299.

³⁷ Lind, Lundström, s. 40 f.

lågkonjunktur råder.³⁸ De fann även att hyresavtal med en sådan frånträdesoption hade signifikant högre hyresnivå än hyresavtal med en option som ger hyresgästen rätt att frånträda hela hyresavtalet i förtid. Detta kan tyda på att hyresvärdar är medvetna om risken och därför väljer att ta ut högre hyra under hyrestiden eller att hyresgäster är villiga att betala mer för att inneha en sådan sorts försäkring. Det kan även tyda på att hyresgäster är villiga att betala mer för att kunna expandera eller krympa i sina befintliga lokaler då de slipper de transaktionskostnader som är förenade med en flytt till nya lokaler. I ett examensarbete från KTH har en studie i högkonjunktur gjorts gällande sambandet mellan förekomsten av optioner i kommersiella hyresavtal och hyresnivån. Denna studie hittade inga statistiskt samband mellan högre hyra och förekomsten av optioner.³⁹ Det kan troligtvis förklaras av de olika konjunkturlägena som studierna utfördes i.

Mooradian och Yangs studie visar på att det är rationellt att prissätta optioner som ger rätt till att frånträda yta i förtid högre än optioner där hela avtalet får frånträdas, om lågkonjunktur råder eller är att vänta. Detta då optionen med stor sannolikhet faktiskt kommer att inlösas. Genom sin studie kunde de även visa på att priset på en option styrs av osäkerheten på marknaden och att priset varierar beroende på vilken typ av option det handlar om.

Det finns olika alternativ för hyresgästen att frånträda del av eller hela den förhyrda ytan. Antingen kan denne säga upp avtalet vid avtalstidens upphörande eller så kan hyresgästen välja att överlåta eller hyra ut lokalen i andra hand.⁴⁰ En sådan överlåtelse eller andrahandsuthyrning får dock endast ske med stöd av hyresvärdens alternativt Hyresnämndens godkännande. Ett tredje alternativ är att inneha en option som ger hyresgästen rätt att antingen vid ett givet datum eller under en viss period frånträda delar eller hela avtalet.

I lågkonjunktur, när optioner i kommersiella hyresavtal enligt Mooradian och Yangs studie med stor sannolikhet kommer att nyttjas, kan det vara svårt för hyresgästen att överlåta lokalen till någon annan eller att hitta en andrahandshyresgäst. Det kan vara en anledning till att hyresgästen är villig att betala för möjligheten att istället kunna frånträda hela eller delar av den förhyrda ytan.

En hyresvärd måste se upp för *adverse selection* gällande optioner i kommersiella hyresavtal.⁴¹ Adverse selection innebär att en hyresvärd som erbjuder optioner i hyresavtal riskerar att locka till sig en större andel hyresgäster som är benägna att använda optionen, det vill säga hyresgäster som letar efter en försäkring mot risken att inte kunna få vara flexibel med sina hyresvillkor. En sådan hyresvärd fungerar då som ett sorts försäkringsbolag. Det vill säga, genom att erbjuda optioner i hyresavtalen kan

³⁸ Robert M Mooradian, Shiawee X Yang, Cancellation strategies in commercial real estate leasing (I: Real estate economics 2000), s. 66.

³⁹ Charlotte Eklund, Lönsamma hyresgäster (Stockholm: KTH 2007), s. 3.

⁴⁰ Mooradian, Yang, s. 65.

⁴¹ Mooradian, Yang, s. 66.

hyresgästen köpa sig en försäkring mot avtalsvillkor som eventuellt inte är gynnsamma för hyresgästens framtida ekonomiska situation.⁴² Det kan dock bli kostsamt för hyresvärden då det är svårt att prissätta optioner.

Lika väl som det kan finnas ett behov för en hyresgäst att minska sin yta kan denne även behöva utöka den. Det kan vara aktuellt när en hyresgäst tror sig ha ett behov av att utöka sin verksamhet i framtiden men inte vill teckna upp sig på en större yta än vad hyresgästen har behov av vid avtalstecknandet. Genom optionen kan då hyresgästen ta ställning till huruvida behovet finns eller inte vid ett senare tillfälle. En option om att utöka sin yta torde vara mest sannolik att användas i högkonjunktur när företaget tenderar att växa.

För en hyresvärd kan det vara svårt att förutse vilka risker som finns kopplade till en viss option. Även om kunskapen om hyresgästen och dennes marknad är en förutsättning för att kunna bilda sig en riskbild, behöver ett historiskt beteende inte vara facit till hur hyresgästen kommer att agera i framtiden. Dessutom påverkas olika branscher olika av konjunktrens upp- och nedgångar. Rent ekonomiskt genererar optioner alltid, i det stora hela, en ekonomisk vinst. Vem som får ta del av vinsten beror på fördelningen mellan hyresvärd och hyresgäst gällande risk och optionens utformning.⁴³

Genom att sätta en högre hyra för avtal innehållandes optioner menar forskarna Mooradian och Yang att hyresvärdar får möjlighet till att särskilja de mer riskfyllda hyresgästerna från de andra. Detta då det rent teoretiskt borde vara dem med störst sannolikhet att nyttja optionen som är villiga att betala för den. Det faktum att priset för en option som innebär en rätt att frånträda yta är högre än priset för en option som ger innehavaren rätt att säga upp avtalet, tyder på att den tidigare nämnda optionen är mer attraktiv.⁴⁴ Detta kan i sin tur förklaras av att hyresgäster vill ha den flexibilitet som optionen medför och genom den kunna ändra befintlig yta utan att drabbas av de transaktionskostnader som en flytt till nya lokaler innebär.

4.3 Värdering av optioner

Som tidigare nämnts kan alla beslut som innefattar en valmöjlighet vara att betrakta som optioner. Det är svårt att sätta ett värde på en valmöjlighet, dock finns olika ekonomiska synsätt som kan översättas och appliceras på optioner. Teorin beträffande korta och långa räntebindningstider kan användas på hyresavtal och optioner. Rent teoretiskt ska samma ränta erhållas om räntan binds på fem år som om den binds på två plus tre år, vilket illustreras i ekvation 4.1.⁴⁵

$$(1+r_2)^2 \times (1+r_3)^3 = (1+r_5)^5 \quad (4.1)$$

⁴² Frank, s. 210 f.

⁴³ Mooradian, Yang s. 67-74.

⁴⁴ Mooradian, Yang, s. 86.

⁴⁵ Geltner, Miller, s. 471.

Dock kan verkligheten skilja sig från teorin och det är förväntningarna på räntans utveckling som styr priset på olika räntebindningstider samt vilken strategi såväl låntagare som långivare kommer att välja. Detta synsätt kan direkt appliceras på optioner.⁴⁶ Det är förväntningarna på olika hyresnivåer över tiden som gör att olika långa hyresavtal ger olika hyresnivå vid avtalstecknandet. Enligt en studie gjord av Gunnelin och Söderberg representerar avtalsvillkoren de förväntningar som finns på hyresmarknadens framtida utveckling.⁴⁷ En hyresgäst som tror att hyrorna kommer att stiga i framtiden är således villig att teckna ett hyresavtal med lång hyrestid. Dock måste skillnaden i rådande hyresnivå och framtida hyresnivå vara tillräckligt stor för att det ska vara rationellt ur hyresgästens synvinkel att binda upp sig för att undvika risken att behöva teckna nytt avtal under tid då hyresnivån är hög.

Under högkonjunktur är det rationellt att tänka att hyrorna kommer att sjunka på sikt eftersom nytt utbud kommer att komma in på marknaden medan det i lågkonjunktur är rationellt att förvänta sig stigande hyror då nytt utbud inte förväntas komma in på marknaden.⁴⁸ Detta för att det byggs mindre i lågkonjunktur än i högkonjunktur.⁴⁹ Dock existerar problematiken med myopiskt synsätt varför aktörer på marknaden inte alltid agerar rationellt. Förändringar i konjunkturen gör att det inte är ovanligt att efterfrågan hinner förändras innan nytt utbud färdigställs.⁵⁰ På grund av att det är trögt att anpassa utbudet till efterfrågan kommer allmänna konjunktursvängningar alltid att påverka fastighetssektorn.⁵¹

För att värdera en option kan två fall ställas mot varandra. Det första är att tänka sig ett hyresavtal utan option upplåtet på T år. Det andra fallet är att tänka sig ett hyresavtal tecknat på T_1 år med en option om förlängning på oförändrade villkor med $T-T_1$ år.

$$V_T = V_{T_1 + (T-T_1)} \quad (4.2)$$

I slutet av T_1 kommer hyresgästen att ta ställning till vad som genererar högst värde. Är marknadshyran högre än avtalad hyra är det rationellt för hyresgästen att använda optionen och förlänga med $T-T_1$ år. Är avtalad hyra högre än marknadshyran kommer transaktionskostnaderna för exempelvis en flytta avgöra om det är lönsamt för hyresgästen att säga upp avtalet och teckna ett nytt avtal till rådande marknadshyra. Om en marknad är i jämvikt kommer de båda alternativen, T och $T_1 + (T-T_1)$ att vara lika mycket värda eftersom nyttan från den underliggande tillgången, hyresavtalet, är samma i båda fallen.⁵² Är marknaden inte i jämvikt ska skillnaden utjämnas genom att hyresgästen betalar en optionspremie för att erhålla optionen.

⁴⁶ Steven R. Grenadier, An Equilibrium analysis of real estate leases (I: Journal of Business 2005), s. 1177.

⁴⁷ Gunnelin, Söderberg, s. 241.

⁴⁸ Grenadier 1995, s. 311 ff.

⁴⁹ Brunet, s. 52.

⁵⁰ Grenadier 1995, s. 324.

⁵¹ Lind, Lundström s. 32.

⁵² Grenadier 1995 s. 317.

$$V_T = V_{T+(T-TI)} + \text{optionspremie} \quad (4.3)$$

Optioner är vanligare på marknader där det är högre volatilitet i hyresnivåerna. Ju högre volatilitet desto mer värdefull blir optionen. Samma resonemang som förs för försäkringar kan användas för att förstå värdet av optioner. Ju större sannolikheten är att en skada inträffar, eller ju kostsammare konsekvenserna blir, desto mer är vi beredda att betala för att försäkra oss mot denna skada. Eftersom sannolikheten att en option används är större på en marknad där hyran är mer volatil blir den också dyrare där.⁵³ Hyresavtalen i Sverige har totalhyra vilket innebär att vi kan förvänta oss hög volatilitet i såväl hyresnivåer som marknadsvärde. En utredning som gjorts på beställning av Riksbanken pekar även ut bristande kunskap om det utbud som finns i fastighetsstocken samt om kommande nyproducerade objekt, som ytterligare förklaringar till varför svängningar i hyresnivåer och marknadsvärde kan observeras.⁵⁴

Det är problematiskt att värdera optioner på traditionellt sätt med hjälp av nuvärdesmetoder där den förväntade vinsten av att lösa in optionen räknas om till nutid genom att vinsten diskonteras med en riskjusterad kalkylränta. Detta då det är svårt att få en korrekt riskjusterad diskonteringsfaktor vilket i sin tur gör att resultatet inte blir särskilt tillförlitligt. Inom investeringsteorin har därför metoder som används för finansiella optioner applicerats på optioner i reala tillgångar. Dock finns fortfarande svårigheter med att relatera de teoretiska metoderna till verkligheten. En orsak är att de reala tillgångarna sällan är likvida vilket gör det svårt att föra ett arbitrageargument, som görs för finansiella optioner. Med arbitrageargument menas att aktörer utnyttjar det faktum att en tillgång är prissatt på två olika marknader och således kan värderas olika. Det faktum att optioner i reala tillgångar sällan omsätts gör att det är svårt att hitta tillräckligt med data för att skatta grundläggande parametrar i värderingsmodellerna. Detta får konsekvenser då resultaten aldrig kan bli bättre än kvalitén på data som modellen bygger på.⁵⁵

4.4 Exempel på optioners påverkan på kassaflödet

För att illustrera hur en option kan påverka en fastighets kassaflöde kommer ett exempel att presenteras där hyresgästen innehar en option om att få frånträda yta under avtalstiden. Huruvida hyresgästen kommer att nyttja optionen eller inte beror på hyresgästens ekonomiska utveckling under hyrestiden.

Låt oss anta att hyrestid är på fem år med en kvadratmeterhyra om 1 800 kronor. Hyresgästen hyr 2000 kvadratmeter och innehar en option om att få frånträda 20 % av

⁵³ Grenadier 2005, s. 1203.

⁵⁴ Lundström, Nordlund, s. 399 ff.

⁵⁵ Gunnelin, s. 486 f.

ytan år tre. Vidare antar vi att hyresgästen kommer att välja att nyttja sin option om dennes omsättning år tre understiger 90 % av omsättningen år ett.

4.4.1 Ett företags potentiella ekonomiska utveckling under hyrestiden

I figur 7 nedan visas företagets prognostiserade omsättning där sannolikheten att företaget ökar sin omsättning med fem procent årligen är lika stor som att företaget minskar sin omsättning med sex procent. Utfallen styrs dock av tidigare års utfall. Det innebär att om företaget ökar sin omsättning under år två så kommer optionen inte att nyttjas under avtalstiden då omsättningen enligt givna spelregler inte kommer att understiga 90 % av omsättningen år ett som är 100 miljoner kronor. Minskar omsättningen år två finns dock risk för att optionen kommer att inlösas då en minskad omsättning följande år leder till att hyresgästen har en omsättning på 88,36 miljoner kronor.

Optionen mindre värd ju närmare år fem vi kommer eftersom hyresgästen då istället kan välja att säga upp sitt hyresavtal.

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
				115,76	121,55
		110,25			108,82
	105			103,64	
100		98,70			97,42
	94			92,78	
		88,36			87,21
				83,06	
					78,07

I detta utfall kommer hyresgästen att nyttja sin option.

Figur 7 Ett företags ekonomiska utveckling.⁵⁶

4.4.2 Potentiellt kassaflöde

Om ett hyresavtal har ingåtts med samma hyresvärd som i exemplet ovan kommer kassaflödet för fastigheten att ändras beroende på om optionen inlöses eller inte, vilket

⁵⁶ Geltner, Miller, s. 743.

Optioner i kommersiella hyresavtal

visas i figur 8. Om optionen inlöses under år tre kommer således kassaflödet för den yta som omfattas av optionen att påverkas. För enkelhetens skull förutsätter vi att den ytan inte går att hyra ut till någon annan under avtalstiden. Kassaflödet från fastigheten kommer då att minska mot det fall att optionen aldrig hade nyttjats. Då hyresintäkterna ligger till grund för värderingen av fastigheten kan således fastighetens värde att påverkas av intäktsbortfallet. Oavsett om optionen nyttjas eller inte antar vi att hyran indexregleras med tre procent årligen.

				År 5
			År 4	4 051 832
		År 3	3 933 817	
	År 2	3 819 240		4 051 832
År 1	3 708 000		3 933 817	
3 600 000		3 819 240		-
	3 708 000		-	
		3 055 392		3 241 465
			3 147 054	

Eftersom optionen om att frånträda inlöses år tre är nu den totala arean
 $2\,000\text{ kvm} \cdot 0.8 = 1\,600\text{ kvm}$

Figur 8 Kassaflöde för fastighet under kalkylperioden.⁵⁷

4.5 Riskfördelning mellan parterna

Enligt ekonomisk teori ska den part som bäst kan hantera risken även bära risken. Det förklarar förekomsten av försäkringsbolag där risker sprids ut på alla försäkringstagare istället för den enskilde och där en självrisk används för att motverka att försäkringstagaren agerar vårdslöst och i strid med försäkringsbolagets intressen. Således skapas genom självrisken en fördelning av risken mellan försäkringstagaren och försäkringsbolaget.⁵⁸

Samma resonemang kan föras för optioner. Om optionen i exemplet ovan får lösas in utan att en straffavgift erläggs eller att hyresgästen kompenseras för optioner under hyrestiden genom exempelvis en högre hyra, är det hyresvärdet som bär hela risken för det negativa utfallet av optionen. Detta då hyresgästen genom optionen får möjlighet till ompröva sitt lokalbehov vid senare tillfälle än vid kontraktsskrivandet utan att behöva

⁵⁷ Geltner, Miller, s. 743.

⁵⁸ Frank, s. 208 f.

betala för denna möjlighet. Skulle hyresvärden kompenseras för den risken genom hyresnivån skulle hyresgästen istället bära mer risk då denne riskerar att betala för en möjlighet som den eventuellt aldrig kommer att behöva. Att koppla inlösen av en option med en straffavgift syntes vara det alternativ som bäst fördelar risken mellan parterna. Hyresgästen behöver bara ersätta för optionen om i det fall den faktiskt inlöses och en hyresvärd blir då ersatt för de investeringar som gjorts i lokalen. Hyresgästens risk blir således kassaflödesbortfallet och hyresgästens risk blir att behöva betala för hyresgästanpassningar på en yta som de inte längre har nytta av. Eftersom optionen, enligt optionsteori, endast kommer att lösas in om den medför positiv nytta så kommer således hyresgästen endast välja att nyttja optionen under förutsättningen att det alternativet är bättre.

Detta resonemang kring riskfördelning kan föras på alla typer av optioner. Exempelvis optioner om att få öka yta, frånträda ett helt eller delar av ett hyresavtal. Så länge båda parter har en kostnad förenad med optionen fördelas risken mellan parterna.

5. Investerare

Fastigheter kan betraktas som en investering som förvärfvas i syfte om att generera avkastning. Olika investerare har intresse av att äga olika typer av fastigheten och i olika geografiska områden. I detta kapitel redogörs för fastigheter som investeringsobjekt samt hur fastigheter kan ägas. Vidare beskrivs olika typer av investerare samt vad som driver internationella investeringar.

5.1 Fastighetsägande

Fastigheter kan ägas antingen genom att investeraren har lagfart på fastigheten eller genom att det företag som investeraren arbetar för äger aktier i det bolag som i sin tur innehar lagfart på fastigheten.⁵⁹ I denna rapport betraktas investeraren vara den som ansvarar för förvärvet av fastigheten och att dennes syfte med förvärvet är att generera avkastning på investerat kapital för det bolag eller den fond som investeraren företräder. Vid förvärv genomlysas fastighetens egenskaper genom en juridiks process där alla avtal och tekniska aspekter granskas och utvärderas. Fastighetens egenskaper, inklusive hyresavtalen, får således direkt påverkan på investerarens värdering av fastigheten. När en investerare väl förvärvat en fastighet blir denne fastighetsägare och således hyresvärd till de hyresgäster som finns i fastigheten.

5.2 Olika kategorier av investerare

Det finns olika kategorier av investerare med olika riskaversion och investeringsstrategi. Medan somliga söker säkra investeringar är andra villiga att ta mer risk, vilket leder till att de efterfrågar olika typer av objekt.

Investerare som söker relativt säkra investeringar brukar benämnas *core investerare*. Core investerare kännetecknas av att de investerar i fastigheter med långa hyresavtal och stabila hyresgäster. Detta resulterar i relativt säkra kassaflöden. Institutionella placerare så som pensionsfonder är ofta att betrakta som core investerare.

Hög avkastning på eget kapital innebär att investeraren själv måste ta mer risk. En *opportunistisk* investerare investerar allt som oftast i en fastighet med avsikt att äga den under en kortare tid och med hög belåning. Opportunistiska investerare agerar ofta med planer på att erhålla hög avkastning på eget kapital. Detta kan de göra genom olika strategier. Antingen kan det handla om ren spekulation beträffande fastighetens värde, till exempel beträffande nedåtgående direktavkastning. Det vill säga att investeraren tror sig se trender som inte fångats upp av marknaden som innebär att en vinst kan göras på köpeskillingen. Eller så kan det handla om att identifiera investeringsobjekt som är felprissatta i förhållande till risk och avkastning. Det kan även handla om fastigheter där den underliggande tillgången, hyresavtalen, är felprissatta i förhållande till marknaden.

⁵⁹ Lundström, Nordlund, s. 392.

En fastighet med långa hyresavtal och stabilda hyresgäster bör värderas högre än en jämförbar fastighet med annan avtalsstruktur. Om fel i prissättningen finns kan en investerare med kunskap om detta förvärva fastigheten relativt billigt och sedan, genom olika finansiella lösningar, skapa hävstång på avkastningen av det egna kapitalet. När marknaden sedan uppfattar fastighetens rätta värde kan investeraren sälja fastigheten vidare. Opportunistiska investerare kan även skapa hög avkastning på eget kapital genom att köpa upp hela fastighetsbestånd för att sedan stycka upp beståndet och skapa nya portföljer. Det samlade värdet av de nya portföljerna kan ha ett högre värde än vad tidigare sammansättning av fastigheterna hade.⁶⁰

Core investerare och opportunistiska investerare är två ytterligheter av investerare. Mellan dessa två typer av investerare kan *value-add* investerare placeras. En *value-add* investerare söker investeringsobjekt där investerarens egna kunskaper kan få fastighetens värde att öka genom att utveckla fastigheterna. En *value-add* investerare tar generellt mer risk än core investerare men har ett mer långsiktigt ägande än en opportunistisk investerare. En *value-add* investerare söker alltså oftast efter objekt där investeraren ser att åtgärder kan genomföras för att höja fastighetens värde och öka avkastningen på eget kapital.

5.2.1 Investerares betalningsvilja

Vad för typ av kunskap en investerare har påverkar dennes betalningsvilja och intresse för vissa typer av fastigheter. Fastighetens skick och hyresavtalens innehåll är faktorer som kan påverka betalningsviljan. Ju mer risk och åtaganden som lämpas över på hyresvärden desto mer påverkan får hyresavtalens villkor på investerarens värdebedömning och betalningsförmåga.⁶¹

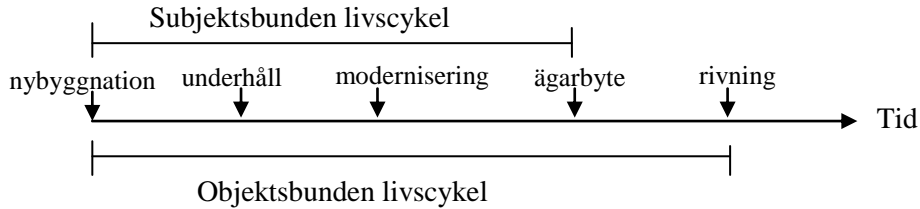
5.2.2 Fastighetens livscykel

Det finns två typer av livscykler, objektbunden och subjektbunden, som måste beaktas när det gäller fastigheter. Dessa illustreras i figur 9. Den objektbundna handlar om byggnadens livscykel medan den subjektbundna handlar om ägarens investeringshorisont. Dessa två är kopplade till varandra då olika faser i byggnadens livscykel är intressant för olika typer av investerare. Kombinationen av livscyklerna ger förutsättningar för olika långa innehavsperioder. Investerare har olika kompetens och motiv för sitt ägande och kommer därför att välja att investera i fastigheter beroende på var i fasen av byggnadens livscykel fastigheten befinner sig i.⁶²

⁶⁰ Lind, Lundström s.49 f.

⁶¹ Bo Nordlund, Ekonomisk analys av fastigheter och fastighetsföretag, (Stockholm: Fastighetsnytt 2011), s. 345 ff.

⁶² Håkan Bejrums, Stellan Lundström, Fastighetsekonomi- hyresfastigheter,(Stockholm: VM fastighetsekonomer 1986).

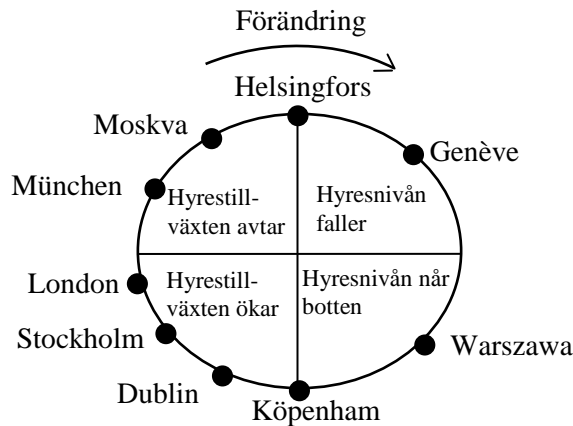


Figur 9 En fastighets livscykel är såväl objektbunden som subjektbunden.⁶³

5.3 Internationella investeringar

I samband med att vi lever i en allt mer globaliserad värld där kapital lätt kan flyttas mellan länderna har investerare börjat gå utanför de nationella gränserna för att hitta nya objekt att investera i. Det får således effekter på utbudet och efterfrågan där utbudet av investeringsobjekt ökar samtidigt som utbudet blir tillgängligt för fler investerare.

Det som driver internationella investeringar är möjligheten att hitta objekt på tillväxtmarknader. Fastighetsmarknaden kan befinna sig i andra tillväxtstadiet i andra länder.⁶⁴ Hyresnivåns utveckling världen över mäts av analytiker och kan presenteras i form av en *property clock*. Hyresnivån befinner sig i de olika stadierna olika länge beroende på landets tillväxt. Klockan är i sin tur uppdelad i fyra sektorer som var och en representerar hyresnivåns utveckling. I figur 10 illustreras att hyrestillväxten i Stockholm syntes öka enligt mätningar för det första kvartalet 2014.⁶⁵



Figur 10 Hyrestillväxten i Stockholm ökar enligt mätning utförd under Q1 2014.⁶⁶

⁶³ Fredrik Bergenstråhle samtal 19 mars 2014.

⁶⁴ Geltner, Miller, s. 646.

⁶⁵ JLL, 2014: European Office Property Clock Q1 2014 (29.04.2014)

⁶⁶ JLL, 2014.

Tillväxt och efterfrågan går hand i hand med efterfrågan på fastigheter. Urbanisering är ett karaktäristiskt drag för tillväxtekonomier vilket påverkar fastighetsmarknadens utveckling i städerna. Det i sin tur skapar möjlighet till hög avkastning. Diversifieringsmöjligheter är också en orsak till varför en del investerare väljer att investera i andra länder.⁶⁷ Behovet av att diversifiera är olika beroende på vilken typ av investerare det handlar om. Slutinvesterare så som pensionsbolag bör diversifiera eftersom de inte har några aktieägare som kan diversifiera åt dem. Fastighetsbolag bör dock inte diversifiera eftersom aktieägarna själva kan diversifiera genom att skapa egna portföljer av tillgångar.⁶⁸

⁶⁷ Geltner, Miller, s. 635-650.

⁶⁸ Geltner, Miller, s. 652 ff.

Del 2 Empiri

6. Investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal

I detta kapitel sammanställs svaren från de intervjuer som har genomförts med sex investerare. Gemensamt för alla investerare är att de aktivt förvärvar fastigheter i Stockholm, en del av dem innehar dock även ett fastighetsbestånd i andra städer runt om i Sverige. Vidare är samtliga tillfrågade investerare vana vid att investera i fastigheter för kommersiella ändamål.

Under intervjuerna har de tillfrågade själva fått välja vilken kategori av investerare de anser sig tillhöra. Detta har gjorts i syfte om att se ifall det finns några likheter och skillnader mellan och inom olika investerargrupper och om deras inställning gentemot optioner är präglade av deras investeringsprofil. I bilaga 2 finns det frågeformulär som använts vid intervjuerna.

6.1 Sammanställning av intervjusvar

Nedan följer en sammanställning av intervjusvaren. Först redovisas svaren på de åtta kryssfrågor som investerarna fick svara på, därefter presenteras svaren på de diskussionsfrågor som ställdes.

6.1.1 Kryssfrågor

”Vilken av nedanstående kategori av investerare anser ni Er tillhöra?”

<i>Investerare</i>	<i>Core</i>	<i>Value-add</i>	<i>Opportunistisk</i>	<i>Ingen åsikt</i>
A	X			
B	X			
C		X		
D		X		
E		X		
F			X	

Två av de sex tillfrågade ansåg sig vara core investerare medan tre profilerade sig som value-add investerare. Endast en av de tillfrågade investerarna hade en opportunistisk investeringsprofil.

Optioner i kommersiella hyresavtal

”Optioner i hyresavtal påverkar vår värdering av fastigheter”

<i>Investerare</i>	<i>Stämmer</i>	<i>Stämmer delvis</i>	<i>Stämmer inte</i>	<i>Ingen åsikt</i>
Core	X	X		
Value-add	X / X	X		
Opportunistisk	X			

Gällande huruvida optioner i hyresavtal påverkar värderingen av fastigheter var alla investerare eniga om att optioner har en värdepåverkan. Dock skiljde sig åsikten om det entydigt var så eller om det delvis var så. De investerarna som valde alternativet ”stämmer delvis” förde ett resonemang kring hyresavtalets storlek i förhållande till övriga hyresavtal och menade på att en option i ett mindre hyresavtal kan ha en sådan liten värdepåverkande att den inte är värd att beakta. De investerare som valde ”stämmer delvis” svarade även att de var vana att hantera optioner i kommersiella hyresavtal.

”Vi undviker att investera i fastigheter med hyresavtal som innehåller optioner”

<i>Investerare</i>	<i>Stämmer</i>	<i>Stämmer delvis</i>	<i>Stämmer inte</i>	<i>Ingen åsikt</i>
Core		X	X	
Value-add			X / X / X	
Opportunistisk			X	

De investerare som valde alternativet ”stämmer inte” påpekade att det i dagsläget är svårt att investera i kommersiella fastigheter utan hyresavtal med optioner. Det faktum att optioner förekommer är alltså ingen anledning till att inte investera i en fastighet. Det finns, enligt investerarna, andra faktorer som är mer avgörande så som läge, standard och fastigheten som helhet. Dock poängterade de att detta gäller så länge optionen är att anse som sedvanliga beträffande utformning och omfattning. Som exempel på en sedvanlig option nämnde en investerare ett femårigt avtal med rätt att frånträda mot att en ersättning betalas för de kvarvarande avskrivningar som fastighetsägaren kan ha för medlagda kostnader i lokalen. Bedömningen kan bli en annan om optionen exempelvis skulle vara formulerad på ett otydligt sätt. Den investeraren som valde ”stämmer delvis” motiverade detta med att deras grundinställning till förekomsten av optioner i hyresavtal är negativ. Samma investerare menade även på att marknadsläget i dagens ekonomi inte är sådant att fastighetsägare behöver gå med på optioner. Den bilden skiljer sig från övriga tillfrågade investerare som snarare ansåg att optioner var ett relativt vanligt och ibland avgörande förhandlingsinstrument för att kunna konkurrera med övriga

Optioner i kommersiella hyresavtal

marknaden om hyresgästen. En investerare menade på att en option är en klausul i ett hyresavtal likt alla andra klausuler och att det bara är att värdera optioner för vad de är. Det finns alltså inget avskräckande med optioner i sig, förutsatt att de är sedvanliga.

Två av investerarna nämnde även att en option kan innebära en kundnytta som i sig kan vara värdefull. Genom att exempelvis förbinda sig till att alltid tillfråga en stor hyresgäst först när ledig yta i fastigheten uppstår, erbjuder hyresvärden möjlighet för hyresgästen att expandera. På så sätt ökar chansen för att hyresgästen stannar. Dessa två investerare framhöll även i intervjun att de värnar om långsiktiga relationer, något som även speglar deras ägarhorisont.

En del av investerarna påpekade under intervjun att optioner även kan vara en möjlighet. Exempelvis kan en option göra att investeraren har möjlighet att köpa fastigheten till ett rabatterat pris. De kan sedan själva genom aktiva åtgärder öka värdet och skapa högre avkastning, genom att investeraren tagit på sig en risk som övriga marknaden helst inte vill hantera. Eller så kan investeraren bedöma att marknadshyran är högre än avtalad hyra varför en option, om den används, kan medföra en möjlighet att hyra ut lokalen eller ytan till en högre hyra.

”Vi är vana att hantera hyresavtal med optioner”

<i>Investerare</i>	<i>Stämmer</i>	<i>Stämmer delvis</i>	<i>Stämmer inte</i>	<i>Ingen åsikt</i>
Core	X	X		
Value-add	X / X		X	
Opportunistisk		X		

Fem av de tillfrågade investerarna ansåg sig mer eller mindre vana vid att hantera hyresavtal med optioner. Dels för att de själva ibland upprättar optioner och dels för att de vid fastighetsförvärv måste räkna med att ärva hyresavtal som någon annan ingått vilket betyder att bland annat optioner kan finnas med i dessa avtal. Fler än en investerare påpekade att det är ovanligt med en fastighetsportfölj som inte innehåller hyresavtal med optioner. Den investeraren som valde alternativet ”stämmer inte” menade på att de inte hade någon modell eller strategi för hur de agerade när de värderar hyresavtal med optioner varför varje sådan värdering blir kontextuell. Dessutom förvärvade investeraren främst äldre fastigheter och menade på att optioner var mer vanligt förekommande i hyresavtal för nybyggda fastigheter. Att inte ha några interna riktlinjer gällande värdering av optioner var dock något som var gemensamt för alla de tillfrågade investerarna.

Optioner i kommersiella hyresavtal

”Vi har observerat ett ökat användande av optioner i hyresavtal de senaste sex åren”

<i>Investerare</i>	<i>Stämmer</i>	<i>Stämmer delvis</i>	<i>Stämmer inte</i>	<i>Ingen åsikt</i>
Core		X	X	
Value-add	X / X	X		
Opportunistisk	X			

Fem av de tillfrågade investerarna ansåg att användandet av optioner i hyresavtal i någon mening har ökat under de senaste sex åren. Orsaken till detta var enligt de flesta det ekonomiska läget. De menade på att efterfrågan på optioner har ökat från hyresgästens sida då det i tider som präglas av ekonomisk osäkerhet är svårt för hyresgästen att prognostisera lokalbehov och den egna verksamhetens utveckling varför kravet på flexibilitet då ökar. Det i kombination med att det finns fler aktörer på marknaden redo att hyra ut lokaler har resulterat i att olika sorters optioner har använts som konkurrensmedel. En investerare nämnde även en ökad professionalitet hos hyresgästen som en förklaring. Andelen hyresgäster som använder sig av rådgivare och konsulter vid flytt ökar vilket har resulterat i att kunskapsgapet mellan hyresvärderna och hyresgästen minskat och att förhandlingarna således har blivit tuffare.

”Optioner i hyresavtal påverkar yielden av investeringen”

<i>Investerare</i>	<i>Stämmer</i>	<i>Stämmer delvis</i>	<i>Stämmer inte</i>	<i>Ingen åsikt</i>
Core		X / X		
Value-add	X		X	X
Opportunistisk	X			

Fyra av investerarna ansåg att optioner mer eller mindre påverkar yielden av investeringen, förutsatt att det handlar om ett stort hyresavtal. För mindre avtal hanteras optionens värdepåverkan snarare i kassaflödet genom att för exempelvis en option om att få frånträda yta ta med en vakansperiod och en investeringskostnad i kassaflödet. Ju tidigare i kalkylperioden optionen faller ut desto mer straffar det värdet eftersom kostnaden för att ställa i ordning lokalen till en ny hyresgäst får mer påverkan ju tidigare den uppstår. För större hyresavtal med en option om att få frånträda hyresavtalet i förtid skulle yielden påverkas då exempelvis ett 15 årigt avtal med en option om att få frånträda efter 10 år skulle betraktas som ett 10 årigt avtal i kalkylen. Det rådde samsyn bland investerarna kring detta resonemang om hyresavtalets längd vid förekomsten av frånträdesoptioner. En investerare motiverade sitt svar ”stämmer” med att förekomsten

Optioner i kommersiella hyresavtal

av en option ökar risken. Ökad risk betyder högre yield. Den investerare som ansåg att yelden inte påverkas menade på att yelden speglar marknadsrisken och att optionen prissätts in i värderingen på annat sätt. Investeraren i fråga menade på att det hela beror på hur yelden betraktas.

Det framgick även att de flesta av de tillfrågade investerarna ansåg att det är viktigt att ha koll på hyresgästerna, deras verksamhet och ekonomi för att kunna få en känsla för optionens eventuella värdepåverkan.

”Ranka följande optioner utifrån risk där 1= mest risk och 4= minst risk”

<i>Investerare</i>	<i>Minska yta</i>	<i>Öka yta</i>	<i>frånträda hyresavtal</i>	<i>Omförhandla hyran innan avtalet upphör</i>
Core	4 / (2,3)	3 / 4	1 / (2,3)	2 / 1
Value-add	2 / 3 / 4	4 / 4 / 3	1 / 2 / 1	3 / 1 / 2
Opportunistisk	3	4	1	2

Att få frånträda hyresavtalet i förtid eller omförhandla hyran innan avtalet upphör ansågs mest riskfyllt. Detta för att dessa optioner ansågs påverka kassaflödet mest genom bortfall av hyresintäkter. En del investerare menade på att den risk som de kopplade samman med en option om att få omförhandla hyran innan avtalet upphör, hörde samman med att de inte känner sig vana med den typen av avtalsvillkor.

En option om att få öka yta betraktades av de flesta som minst riskfyllt. Dock påpekade en investerare vikten av att en sådan option är tydligt utformad beträffande vilken del av fastigheten som det handlar om, svarstider, på vilket sätt hyresgästen ska bli erbjuden denna yta och hur hyresgästen ska svara. Är detta inte reglerat riskerar frågan dra ut på tiden och i värsta fall förlorar fastighetsägaren andra spekulanter på ytan samtidigt som nuvarande hyresgäst kanske tillslut väljer att inte utöka sin yta. Detta resulterar då i att ytan blir vakant. Föregående exempel gällde rätten att bli erbjuden yta när det finns möjlighet. En option som ger hyresgästen rätt att utöka sin yta oavsett om någon hyresgäst flyttar eller inte ansågs däremot vara helt värdelös för fastighetsägaren eftersom det innebär att denne måste låsa upp yta utifall hyresgästen väljer att nyttja optionen. Således kan inga hyresintäkter erhållas under optionens löptid. Hyresgästen har, om överenskommelse om avstående inte ingåtts, besittningsskydd vilket innebär att det inte är helt oproblematiskt att säga upp en hyresgäst för avflyttning och på så sätt kunna erbjuda en annan hyresgäst utökad yta. På grund av dessa komplikationer som kan uppstå kring möjligheterna att erbjuda en hyresgäst utökad yta valde två investerare denna option som mer riskfylld än en option om att få frånträda yta.

En option om att minska yta ansågs riskfyllt i den aspekten att fastighetsägaren förlorar hyresintäkter för den avträdde ytan. Även här spelar belägenheten roll. Finns det

Optioner i kommersiella hyresavtal

möjlighet att hyra ut den avträdda utan till någon annan hyresgäst eller är det enbart nuvarande hyresgäst som har access till ytan? Att tydligt komma överens om vilken yta det avser och vad hyran ska vara efter det att optionen nyttjas var något som de flesta av de tillfrågade investerarna påpekade som ytterst viktigt för att de ska kunna bedöma hur optionen kan komma att påverka framtida hyresintäkter.

”Vi föredrar att investera i fastigheter som har hyresavtal med långa löptider”

<i>Investerare</i>	<i>Stämmer</i>	<i>Stämmer delvis</i>	<i>Stämmer inte</i>	<i>Ingen åsikt</i>
Core	X		X	
Value-add	X	X	X	
Opportunistisk		X		

Fyra av investerarna kunde delvis eller till fullo instämma med ovanstående påstående. Dock poängterade den value-add investerare som valt alternativet ”stämmer delvis” att detta endast gäller om det omfattar omkring 80 % av uthyrbar area då de gärna ser att det finns möjlighet för dem själva att genomföra värdehöjande åtgärder på fastigheten och hyra ut till en högre hyresnivå. Resonemanget kring möjligheten att skapa mervärde var det som gjorde att en annan av samma investerarkategori valde alternativet ”stämmer inte” medan den core investerare som valde detta alternativ ansåg hyresavtalets löptid vara sekundärt. Då deras ägarhorisont sträcker sig betydligt längre än löptider som är att betrakta som långa, var fastighetens läge och potential viktigare faktorer. De ansåg det vara mer värdefullt att förvärva fastigheter i områden där de redan ägde ett stort bestånd för att kunna vara aktiva i att utveckla de områdena och således skapa mervärden som ger positiv effekt på fastighetsvärdena. De vill bygga värden på sikt varför långsiktigheten i investeringen är viktigare än hyresavtalens löptider, dock har de inget emot långa löptider men det är inte avgörande. Investeraren förklarade att de inför ett förvärv förde en tät dialog med bolagets förvaltare och uthyrare för att få allas syn på objektet. Med den informationen ska inte ett förvärv, enligt investeraren, bero på om en hyresgäst flyttar eller inte. Väljer de att investera ska de kunna hantera eventuella vakanser som uppstår, vilket de ofta kan då storleken på nuvarande portfölj gör att risken sprids ut över hela beståndet vilket minimerar värdepåverkan av en vakans.

Den opportunistiske investeraren ville gärna investera i fastigheter med långa löptider, förutsatt att hyresnivån var marknadsmässig. Dock menade denne på att det var svårt att uppnå de avkastningskrav som de hade genom att köpa sådana fastigheter. Uppsidan tenderar att bli begränsad när fastigheten har långa hyresavtal med stabila hyresgäster.

De investerare som valde alternativet ”stämmer” menade på att de gärna har stabila fastigheter i sin ägarportfölj. Det kan poängteras att den value-add investeraren som valt

detta alternativ inte ansåg sig vara en renodlad value-add investerare utan kunde även i vissa fall identifiera sig som en core investerare, som i allmänhet föredrar långa löptider.

6.1.2 Diskussionsfrågor

"Hur hanterar Ni optioner i hyresavtal vid fastighetsförvärv? Kvantifieras risken eller inte? Om ja, hur? Används en högre riskpremie för perioder då risk för vakanser finns?"

Alla investerare är överens om att optioner i hyresavtal kan ha en värdepåverkan och att dessa därför allt som oftast måste beaktas i samband med värdering. Det råder även samsyn kring det faktum att det är omständigheterna kring själva optionen och inte enbart optionen i sig som är avgörande för vilken värdepåverkan investeraren bedömer att optionen har. Kunskap om hyresgästen och dennes verksamhet kan innebära att optionen betraktas vara ett mindre riskfyllt inslag än om samma typ av option förekommer i ett hyresavtal där investeraren inte är bekant med vare sig hyresgästen eller dennes verksamhet. Detta då det utan information om hyresgästen är svårt för investeraren att själv bedöma sannolikheten för att optionen kommer att inlösas. Det har även visat sig viktigt för investerarna att förstå varför optionen har uppkommit och vad syftet med optionen är.

Även om investerarna var överens om att optioner i de flesta fall har en värdepåverkan hade de olika syn på hur optioner lämpligast bör värderas. En del av investerarna hade inte något generellt svar på hur själva värderingen skulle gå till utan menade på att det var starkt kopplat till olika fastighetsspecifika faktorerna så som fastighetens läge samt optionens omfattning. De andra investerarna hade en klar bild över hur de skulle bygga upp sina kassaflödeskalkyler. Värt att nämna är att de investerare som visste hur de skulle angripa värderingen var dem som betraktade sig själva som vana vid att hantera optioner. Gemensamt för alla investerare är att de skulle skilja på optioner i större och mindre hyresavtal eftersom de påverkar intäkterna olika mycket.

Fyra av de sex tillfrågade investerarna skulle använda sannolikheter och värdera utifrån olika scenarier medan övriga två menade på att de alltid betraktade optionens inlösen som det verkliga utfallet och värderade utifrån det. En investerare gav ett exempel på hur ett sannolikhetstänk skulle kunna appliceras på kalkylen. Om sannolikheten att en hyresgäst flyttar när det finns en option om förtida frånträde är 1/3 och det i normalfallet skulle antas vara 12 månaders vakans mellan att en hyresgäst flyttar och en ny hyresgäst flyttar in skulle investeraren applicera $1/3 * 12$, det vill säga fyra månaders vakans, på den tiden som finns kvar i hyresavtalet från det att optionen får lösas in. De investerare som inte skulle laborera med sannolikheter menade på att detta alternativ endast var lönt om de hade mycket god information och kännedom om hyresgästen.

Gällande optioner om att få frånträda ett hyresavtal eller viss del av förhyrd yta visade sig lokaliseringen av den aktuella ytan eller lokalen viktigt. Finns det möjlighet att hyra ut den ytan eller lokalen till en annan hyresgäst behöver värdepåverkan av optionen inte bli

särskilt stor. Finns ingen access till ytan förutom genom befintlig hyresgästs lokaler innebär det att ytan endast kan hyras ut till sittande hyresgäst varför ett frånträde skulle innebära att ytan inte kan generera några hyresintäkter. Det skulle i sin tur påverka kassaflödet.

En av core investerarna hade en relativt tydlig bild över hur värderingen av ett hyresavtal med en option skulle gå till och resonerade kring värderingen utifrån storleken på hyresavtalet. För större hyresavtal så räknar investeraren med att hyresgästen flyttar när optionen löper ut och sätter då en investeringskostnad och vakansperiod i kalkylen eftersom att avtalet skulle löpt på om det inte funnits någon option. Samma vakansperiod och investering hade förmodligen uppstått när hyresavtalet löpt ut men då är det längre bort i kalkylen. Ju närmare i tiden en kostnad infaller desto större värdepåverkan får den. Att kostnaden infaller tidigare är något som är viktigt att beakta när det gäller stora hyresavtal. Investeraren menade även på att optioner i mindre hyresavtal oftast inte behöver värderas separat. Detta för att i mindre avtal ofta löper ut vid olika tidpunkter. Vissa hyresgäster väljer då att omförhandla medan andra väljer att flytta. Då finns två alternativ, antingen delas kalkylen upp i olika perioder med vakanser på olika ytor och en kompletterande investeringskostnad eller så görs en kassaflödesmodell där en underliggande vakansgrad appliceras under hela kalkylperioden. Den underliggande vakansgraden kan variera beroende på fastighetens position på marknaden. Den underliggande vakansen kan då väga upp för en förtida avflytt och optionen behöver då inte hanteras separat. Samma investerare var dock öppen för att även applicera olika sannolikheter för huruvida optionen kommer att inlösas eller inte.

En investerare som profilerade sig som opportunistisk, underströk att värderingen av optioner är situationsdrivet och beror mycket på vilka andra tillgångar investeraren har. Synen på värderingen beror på hur mycket risk investeraren är villig att ta och hur väl investeraren kan hantera den situation som uppstår om optionen används. Investeraren förde ett resonemang kring diversifiering och hur det övriga fastighetsbeståndet såg ut. Investeraren menade på att det är skillnad på om ett börsnoterat bolag eller en privat investerare värderar en fastighet. Ett börsnoterat bolag tittar på nyckeltal och sin EPS (earnings per share) vilket betyder att förekomsten av en option kan vara något positivt för dem eftersom marknaden kommer att ansätta en högre yield på fastigheten. Bolaget kan då bjuda lite mer än den privata investeraren och så fort fastigheten adderas till aktieportföljen så värderas fastigheten utefter den yeild som gäller för hela portföljen. Således sprids den risk som optionen innebär ut på det övriga bestånden i portföljen varför yelden för fastigheten sjunker. Lägre yield resulterar i ett högre fastighetsvärde. Den privata investeraren, som inte har en aktieportfölj att diversifiera mot, bygger sin kalkyl efter att optionen faktiskt kommer att inlösas och kommer således inte kunna lägga ett vinnande bud. Båda aktörerna är, enligt investeraren, lika rationella men baserat på de förutsättningar som de har kan de göra olika värderingar.

En investerare med ett stor fastighetsbestånd även utanför Stockholm poängterade även att optioner är mer riskfyllt i Stockholm än i övriga landet. Detta då hyresnivån är mer

volatil i Stockholm. Om optionen inlöses i en tid då hyresnivån är låg kan förekomsten av en option bli en dålig affär för fastighetsägaren.

Viktigt för investerarna var att få en känsla för hur optionen uppstått och varför den finns i hyresavtalet. De investerarna med ett intresse att förädla fastigheter påpekade att det dock inte behöver vara något negativt att optioner finns men att optionerna påverkar synen på investeringen.

”Finns det någon typ av option eller formulering som skulle få Er att avstå från att förvärva en fastighet?”

De tillfrågade investerarna hade olika typer av optioner som de valde att diskutera. Dock framgick det av investerarnas svar att de flesta av optionerna som togs upp inte är präglade av investerarens intressen och motiv till ägandet utan möjligheten till att bygga en kalkyl kring fastigheten.

En investerare nämnde att en löpande option som ger hyresgästen rätt att frånträda hela hyresavtalet som ett exempel på en mycket dålig option i ett hyresavtal. Dock poängterade investeraren, som betraktar sig själv som en valu-add investerare, att optionen inte behöver vara dålig om det är så att fastigheten lockar just på grund av att den typen av option finns. Det kan vara så att investeraren själv tror att denne kan omförhandla avtalet eller har någon information om hyresgästen som inte finns med i priset. Men i regel är en löpande frånträdesoption, enligt investeraren, inte att föredra.

Den opportunistiske investeraren menade på att allt är situationsdrivet och oavsett option måste investeraren ställa sig frågan om denne kan leva med det sämre utfallet, det vill säga att optionen inlöses. Svaret på denna ges, enligt investeraren, av hur den övriga portföljen ser ut och om risken kan diversifieras med hjälp av det övriga innehavet. Även belåningen påverkar om investeraren kommer att kunna leva med det negativa utfallet eller inte.

Tidpunkten för när optionen får inlösas visade sig också vara en avgörande faktor för en value-add investerare. Denna investerare förvärvar fastigheter i syfte om att bygga upp en fond. Fonderna har en förutbestämd livstid och investeraren menade på att det då är viktigt att optionens inlösendatum inte krockar med tidpunkten för då fonden ska avvecklas. Detta för att fastigheterna då ska säljas och om optioner då inlöses i samband med detta kan det bli problematiskt. Därför menade samma investerare att en sådan option med stor sannolikhet skulle göra att de avstod från att förvärva fastigheten.

Samtliga investerare betonade vikten av att optioner i kommersiella hyresavtal är tydliga och har god framförhållning gällande tid för inlösen. Detta för att fastighetsägaren ska ha möjlighet att anpassa sig till de förändringar som optionen kan innebära. Är så inte fallet kan det vara svårt för fastighetsägaren att ha grepp om sin fastighet och konsekvenser som optionen kan medföra. För optioner som ger rätt för hyresgästen att frånträda yta är det viktigt att det av avtalet framgår vad hyran ska vara efter optionens inlösen. Om detta inte är klart definierat i hyresavtalet kan det bli diskussion kring vad som ska ingå i hyran

och huruvida den ska indexregleras eller inte. En formulering så som ”då gällande hyresnivå” är allt för allmänt hållen. Investerarna menar på att alla avtalspunkter ska vara formulerade så att även de som inte är insatta i frågan ska kunna förstå dem och göra en riskbedömning utifrån innehållet. Detta är särskilt viktigt om fastigheten ska säljas.

”Hur stor procentuell del av ytan får omfattas av en option för att optionen inte ska få för stor värdepåverkan?”

De flesta av investerarna hade svårt att kvantifiera hur stor procentuell del av ytan som får omfattas av en option för att optionen inte ska få för stor värdepåverkan. Medan somliga inte resonerade kring detta alls var andra inne på en siffra mellan 10-20 %. En av de tillfrågade motiverade detta med att det annars blir svårt att som fastighetsägare ha ett grepp om fastigheten och göra långsiktiga affärer. Omständigheterna kring optionen och fastigheten i övrigt var det som gjorde att det var svårt för en del investerare att ta ställning till en viss procentuell yta. Det tyder på att hur stor del som omfattas av en option är sekundärt i förhållande till övriga värdepåverkande faktorer.

De tillfrågade investerarna ansåg det vara viktigare att i förvärvsskedet förstå vilken yta optionen avser och hur den kan användas om ytan blir vakant. Kontexten är således viktigare än procentandel. En annan investerare såg förvaltningsfrågan som ett större problem än hur stor andel av ytan som omfattas av en option. Denne ansåg att det kan bli problem om det är många hyresgäster som har olika optioner som fastighetsägaren ska hålla reda på.

”Vilka typer av optioner ser ni helst inte i kommersiella hyresavtal och varför?”

Investerarna var överens om att optioner som inte är sedvanliga och som därför är svåra att förutse konsekvenserna av, inte var att föredra i kommersiella hyresavtal. En value-add investerare nämnde att den gärna inte ser optioner om att få öka yta då den ansåg att sådana optioner var omständiga och låste upp fastighetsägaren. Den opportunistiske investeraren tog även upp det faktum att det kan bli problem med att skapa en affärsplan kring en fastighet om det finns för mycket hyresavtal med optioner om att få frånträda hela eller delar av ytan i förtid. Detta då fastighetsägaren inte kan förutse fastighetens värdeutveckling. Det kan innebära svårigheter för fastighetsägaren att bygga en affärsplan och redovisa en kalkyl för banken vilket i sin tur kan få konsekvensen att banken inte vill belåna fastigheten. Investeraren, som själv finansierar fastighetsköp genom belåning, menade på att det då är bättre med en fastighet med vakanta ytor, då fastighetsägaren får bättre möjligheter till att skapa en affärsplan och en kalkyl. Det var endast den opportunistiske investeraren som resonerade kring belåning och hur optioner kan påverka möjligheten till finansiering.

En del av de tillfrågade investerarna var av åsikten att optioner måste ses i ett sammanhang varför de ansåg det svårt att ge konkreta exempel på optioner som de helst inte ser i kommersiella hyresavtal.

Del 3 Analys och Slutsats

7. Analys

Inledningsvis analyseras och diskuteras i detta kapitel de svar som erhållits från de genomförda intervjuerna med beaktande av teori kring fastighetsvärdering, optioner och gällande hyreslagstiftning. Avslutningsvis diskuteras vad en fastighetsägare bör ha i åtanke vid ingående av optioner i kommersiella hyresavtal. Då intervjuer har skett med investerare som aktivt förvärvar fastigheter i Stockholm kan inga konkreta slutsatser dras kring hur investerare som är aktiva i andra städer resonerar kring förekomsten av optioner i kommersiella hyresavtal. Det vore dock rimligt att förvänta sig liknande svar från investerare på andra geografiska delmarknader i Sverige då en del av de tillfrågade investerarna även innehar ett fastighetsbestånd i andra delar av landet.

7.1 Optioner i kommersiella hyresavtal

Optioner är ett förhandlingsinstrument som kan vara avgörande för huruvida en hyresgäst väljer att ingå hyresavtal med en part eller en annan. Detta blir särskild tydligt på en marknad där det finns ett överskott av lokaler och där marknaden således kan betraktas som hyresgästens. Användandet av optioner syntes ha ökat under de senaste sex åren vilket skulle kunna tyda på att hyresgästen haft en starkare roll vid hyresavtalsförhandlingar. Detta skulle i sin tur dels förklaras av att allt fler hyresgäster använder sig av hyresgästrådgivning inför förhandling av hyresavtal. Det ekonomiska läget, där företagen har varit och är i behov av flexibilitet beträffande sina lokaler kan också vara en förklaring till varför det har blivit en viktig förhandlingspunkt för hyresgästen.

En annan anledning till ett ökat användande av optioner kan vara att det är rationellt att flytta över konjunkturrisken på fastighetsägaren. Den som är bäst lämpad att bära risken bör också göra det. Ju större fastighetsbestånd och spridning bland typ av hyresgäster och hyresobjekt en fastighetsägare har, desto bättre kan denne hantera den risk som en hyresgäst vill undvika genom att ingå optioner. En fastighetsägare kan sprida ut risken över hela beståndet medan en hyresgäst kan ha svårt att kompensera för den risk som det innebär att vara bunden till ett hyresavtal som inte stämmer överrens med företagets behov. Andra orsaker kan vara att om optioner har blivit ett vanligare inslag i kommersiella hyresavtal så bör även transaktionskostnaderna för dessa avtal ha minskat jämfört med tidigare. Därmed kanske nyttan av optionerna överstiger kostnaderna för dem. Ett ökat inslag av optioner bör även innebära att fastighetsägaren är bättre förberedd på hur risken bör hanteras.

7.2 Investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal

Synen på optioner skiljer sig mellan olika investerare men är i grunden lika, optioner har en värdepåverkan på fastigheter. Optioner i sig är dock inget som investerare betraktar

som avskräckande. Huruvida optionen beaktas i kalkylen eller inte beror på en mängd faktorer. Dels storleken av hyresavtalet, vilken typ av option det handlar om samt hur optionen är utformad samt fastighetens kvalitéer i övrigt och det geografiska läget. Hur investerarens befintliga portfölj ser ut och vad denne har för avkastningskrav har också betydelse då möjligheterna till diversifiering påverkar riskbedömningen.

Något som tydligt framgick av intervjuerna är att investerarens motiv till ägandet avspeglas i synen på optioner. För en fastighetsägare med lång ägarhorisont blir hyresavtalet mer sekundärt och fastighetens egenskaper istället en stor del av värderingen, förutsatt att hyresavtalen är att betrakta som marknadsmässiga och eventuella optioner sedvanliga. En fastighetsägare med en mer kortsiktig ägarhorisont är mer fokuserad på gällande hyresavtal och tillhörande optioner. Detta är inget oväntat då eventuella inlösen av optioner och upphörande av hyresavtal kan krocka med tidpunkten för kommande försäljning medan alla hyresavtal för en investerare med lång ägarhorisont kommer att behöva omförhandlas eller sägas upp inom tiden för ägandet.

Att kunskap gällande hyresgästen och dennes verksamhet kunde påverka hur investeraren såg på en option i ett kommersiellt hyresavtal var inte överraskande. Det handlar då om att investeraren använder sig av information som är mer eller mindre känd för övriga marknaden, för att själva skapa sig en uppfattning om optionens verkliga risk och värdepåverkan. En fastighetsägare kan dock inte räkna med att en investerare har tillgång till dold information om hyresgästen. Då en fastighetsägare inte säkert kan veta hur optionen kommer att värderas av investeraren bör dold information om hyresgästen inte påverka fastighetsägarens egen konsekvensanalys av optionen och dess uppfattning om eventuell värdepåverkan.

7.3 Investerares värdering av optioner i kommersiella hyresavtal

I teorin appliceras värderingsmodeller för optioner i finansiella tillgångar på optioner i reella tillgångar. Det innebär bland annat att arbitrageargument förs för att sedan komma fram till optionens värde. Detta förhållningssätt skiljer sig dock från hur investerare värderar optioner i kommersiella hyresavtal. Somliga laborerar med sannolikheter men i slutändan tänker investerarna på samma sätt. De försöker överföra olika scenarior, oavsett om det handlar om att optionen inlöses eller inte, till faktorer så som tid och vakant yta som de redan behandlar i sina kalkyler. De lyfter således inte ut optionen separat och värderar den för sig utan tittar på hyresavtalet i sin helhet och gör en bedömning utefter det. Som investerare är det rationellt att värdera kommersiella hyresavtal med optioner på detta sätt då det inte är själva hyresavtalen som investeraren förvärvar utan hela fastigheten och där hyresavtalen är en faktor som tillför värde.

Hur en investerare värderar optioner i kommersiella hyresavtal är situationsdrivet och beror på en mängd faktorer. Det är således inte enbart själva optionen i sig som får påverkan utan andra faktorer så som varför optionen har uppstått och vilka konsekvenser inlösen av optionen kan få, spelar roll för värdebedömningen. Att de tillfrågade investerarna hade svårt att nämna konkreta optioner som de gärna inte ser i kommersiella

hyresavtal eller som skulle innebära att de väljer att avstå från att förvärva en fastighet tyder på att det inte är optionen i sig utan hur den är utformad och i vilket sammanhang, som har verklig betydelse. Vidare tyder det faktum, att ingen av de tillfrågade investerarna har någon generell modell eller generella riktlinjer för hur värderingen av optioner ska gå till, att värderingen av optioner i kommersiella hyresavtal är situationsdriven och komplex. Således påverkas värdebedömningen av vem som betraktar optionen.

Hur investerarna bygger sina kalkyler stämmer överens med teori kring fastighetsvärdering där en kalkylperiod och ett avkastningskrav ansätts för att uppskatta fastighetens värde. Det är antaganden i kalkylen som gör att olika investerare kan ha olika betalningsvilja för samma fastighet varför budgivning vid försäljning uppstår. Här kan förekomsten av optioner få stor påverkan beroende på hur investeraren hanterar optionen i kalkylen. Belåning är en faktor som påverkar de antaganden som en investerare gör i sin kalkyl gällande avkastningskrav, driftnetto och eventuella optioner. Genom belåning finns möjlighet till högre avkastning samtidigt som risken i investeringen ökar. Att laborera med sannolikheter för olika utfall av en option blir ytterligare en riskfaktor att ta hänsyn till. Det kan förklara varför de tillfrågade investerarna som belånar sina fastigheter eller fastighetsportföljer ofta betraktade optionen som att den skulle inlösas och byggde sin kalkyl efter det.

Huruvida optioner får värdepåverkande effekter eller inte styrs även av utbudet på fastighetsmarknaden. Om alla tillgängliga objekt på fastighetsmarknaden har hyresavtal innehållandes optioner bör värdet inte påverkas lika mycket som om det dessa objekt konkurrerar med fastigheter utan optioner. Således får även möjligheten till internationella investeringar påverka på den svenska fastighetsmarknaden. För de investerare som kan investera utanför regionens eller landets gränser ökar utbudet varför en sådan investerare kan vara mer återhållsam i sin värdering. En investerare vars uppgift är att investera i en viss region eller i ett land har ett mindre utbud att tillgå varför denne kan tänkas behöva vara mer flexibel i sin kalkyl för att kunna lägga ett vinnande bud och således kunna förvärva fastigheter.

Oavsett vilken investerare som förvärvar fastigheten kommer målet för varje investerare alltid att vara att uppnå så hög avkastning till så liten risk som möjligt. Antingen genom förvärvet eller genom att fastigheten förstärker en befintlig portfölj. Anledningen till att vissa investeringsprofiler generellt sett tar mer risk är inte för att de har en förkärlek till risk utan för att de avkastningskrav som de har är svåra att uppnå annars. Med det sagt så innebär det inte att dessa kommer att investera i en fastighet enbart för att marknaden betraktar objektet som riskfyllt utan de måste fortfarande tro på fastigheten. Avgörande är huruvida investeraren bedömer att dennes kunskap gör att de kan hantera risken bättre än marknaden. På så sätt kan högre avkastning erhållas än om de investerar i en fastighet som marknaden betraktar som mindre riskfylld, då en sådan kommer att ansättas ett högre marknadsvärde.

7.4 Vad bör en fastighetsägare tänka på?

Vid ingående av optioner i kommersiella hyresavtal är det som fastighetsägare viktigt att klargöra för sig själv vad motivet med ägandet av fastigheten är. Om det finns planer på att sälja fastigheten under hyresavtalets löptid är det viktigt att ha i åtanke att alla ingångna avtal även kommer att förpliktiga nästa ägare varför dessa blir en del av investerarens värdering. Det är således viktigt att beakta hyreslagstiftningens tvingande regler. Vid ingående av optioner är det viktigt att tänka på lagstiftningens krav gällande minsta hyrestid för rörliga tillägg. Efter att en option lösts in bör det alltså inte vara mindre än tre år kvar på hyresavtalet för att fastighetsägarens rätt till att debitera för rörliga tillägg inte ska förfalla. Går den rätten förlorad kan fastighetsägaren inte bli ersatt för dessa kostnader och måste således stå för dem själv.

Då synen på optioner varierar beroende på investeringsprofil kan det vara värdefullt att på förhand få klart för sig vilken kommande köpare kan tänkas vara och på så sätt undvika att ingå optioner som denne kan tänkas värdera som kostsamma. Oavsett vilken typ av investerare som fastighetsägaren vänder sig till vid försäljning är det alltid viktigt att optionerna är tydligt formulerade och att det i avtalet är reglerat hur inlösen av optionen ska gå till och vad optionen omfattar. I ett förhandlingsläge kan det vara lätt att ta information för givet och därför utelämna information som är viktigt för att en tredje part ska förstå innebörden av optionen. Samma option kan av investerare värderas helt olika betraktande risk beroende på hur själva optionen är utformad och vad som är reglerat i avtalet och inte. Vidare är det viktigt att ha i åtanke vilka geografiska områden som olika investerare är aktiva på. Detta för att kunna bedöma konkurrensen med övriga objekt på fastighetsmarknaden och på så sätt kunna bedöma lämplig tidpunkt för försäljning av fastigheten.

8. Slutsats

De tillfrågade investerarnas syn på optioner i kommersiella hyresavtal har visat sig varieras beroende på investeringsprofil. De investerare som i regler tar mer risk har visat sig vara med benägna att även se optioner som en möjlighet men optionsinslag ökar dock inte betalningsviljan för fastigheten. Den empiriska undersökningen visar att investerare anser att det idag är relativt vanligt förekommande med optioner i kommersiella hyresavtal. Speciellt i större fastigheter med många eller stora hyresavtal samt vid förvärv av hela fastighetsportföljer. Vidare har det visat sig att förekomsten av optioner inte är något som får investerare att avstå från att förvärva en fastighet men beroende på optionens utformning kan investerarnas värdering och således betalningsvilja för fastigheten påverkas.

Huruvida optioner påverkar värderingen eller inte har i undersökningen visat sig bero på en mängd faktorer varför varje option måste ses i sitt sammanhang. Av optionsrätterna minska yta, öka yta, förtida frånträde samt omförhandling av hyran under avtalstiden, ansåg investerarna den förstnämnda och sistnämnda optionsrätten som mest riskfylld, vilket i sin tur får påverkan på värderingen. Vidare är utformningen av optionen, oavsett typ, viktigt för värdebedömningen. Om optioner begränsar möjligheten till att ta ut ersättning för rörliga tillägg blir de ekonomiska förlusterna större än de som följer av själva optionen. För att minimera den risk som byggs in i hyresavtalet i samband med ingående av optioner är det även viktigt att reglera vilken hyresnivå som ska gälla efter optionens inlösen samt vad som ska ingå i den hyran. Vidare är det viktigt att reglera vilken yta som optionen avser, inte bara arean utan även lokaliseringen i fastigheten.

Intervjuerna har visat att de tillfrågade investerarna inte angriper optioner separat och de heller inte har ingen given strategi för hur optioner bör värderas. Istället ses de som en del av hyresavtalet som måste beaktas vid värdering. Detta görs genom att försöka överföra optionen till faktorer som redan ingår i de kalkyler som används vid fastighetsvärdering, så som hyrestid och vakansgrad. På så sätt kan investerarna modellera hur olika utfall av optionen mer eller mindre påverkar kalkylen.

Som fastighetsägare är det viktigt att vara medveten om vilka begränsningar optionen för med sig. Huruvida den yta som optionen avser går att hyra ut till en annan hyresgäst eller inte har stor betydelse för investerare. Fastighetsägaren bör fråga sig själv om ytan rent praktiskt går att hyra ut till annan än hyresgästen? Finns access till brandutrymning och egen ingång eller medför inlösen av optionen att ytan måste stå vakant? Sådant får ekonomiska effekter då investerarna kan tvingas värdera yta mycket lågt om den vid en eventuell inlösen inte går att hyra ut till en annan hyresgäst. Det är även viktigt att reglera hur optionen får lösas in gällande svarstider och sätt att svara på för att det momentet i sig inte ska medföra mer risk.

Som förslags på vidare studier skulle det vara intressant att undersöka om det finns någon konkret modell som är lämplig att använda vid värdering av optioner i kommersiella hyresavtal.

Källförteckning

Tryckta källor

Bejrums, Håkan & Lindström Stellan, 1996: *Fastighetsekonomi - Hyresfastigheter*. Uppl. 6. Stockholm: VM Fastigheter.

Black, Fischer & Scholes, Myron, 1973: The pricing of options and corporate liabilities. I: *The journal of political economy*. s. 637-654.

Eklund, Charlotte, 2007: *Lönsamma hyresgäster*. Stockholm: KTH.

Frank, Robert H, 2006: *Microeconomics and behavior*. 6th edition. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Geltner, David & Miller, Norman, 2007: *Commercial Real Estate: Analysis & Investments*. Uppl. 2. Ohio: Cengage Learning.

Grenadier, Steven R, 1995: Valuing lease contracts a real-options approach. I: *Journal of Financial Economics* 38, volume 3. s. 297-331.

Grenadier, Steven R, 2005: An equilibrium analysis of real estate leases. I: *Journal of Business* 78, no 4. s. 1173-213.

Gunnelin, Åke, 2011: Optioner i fastigheter. I: *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt*. Uppl. 11. Stockholm: Fastighetsnytt.

Gunnelin, Åke & Söderberg, Bo, 2003: Term structures in the office rental market in Stockholm. I: *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 26, no 23. s. 241-265.

Larsson, Nils & Synnergren Stieg, 2011: *Kommersiella hyres- och arrendeavtal i praktiken*. 4 uppl. Johanneshov: Norstedts Juridik.

Lind, Hans & Lundström, Stellan, 2009: *Kommersiella fastigheter i samhällsbyggandet*. Kristianstad: SNS.

Lind, Hans & Persson, Erik, 2011: Fastighetsmarknad och marknadsanalys. I: *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt*. Uppl. 11. Stockholm: Fastighetsnytt.

Lundström, Stellan & Nordlund, Bo, 2011: Den kommersiella fastighetsmarknaden i Sverige. I: *Kommersiella Fastigheter Och Finansiell Stabilitet*. s. 365-408.

Mooradian, Robert M & Yang, Shiawee X, 2000: Cancellation strategies in commercial real estate leasing. I: *Real Estate Economics* 28, no. 1. s. 65-88.

Nordlund, Bo, 2011: Ekonomisk analys av fastigheter och fastighetsföretag. I: *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt*. Uppl. 11. Stockholm: Fastighetsnytt.

Rättsfall

NJA 2007 s. 303.

NJA 2001 s.10.

Elektroniska källor

Fastighetsägarna, 2008:Handledning till hyreskontrakt för lokal (1.03.2014)
www.svenskhandel.se/Documents/N%C3%A4ringspolitik/Standardavtal%20f%C3%B6r%20hyror%202009.pdf

JLL, 2014: European Office Property Clock Q1 2014 (29.04.2014)
www.joneslanglasalle.eu/emea/en-gb/pages/europeanofficepropertyclock.aspx

Muntliga källor

Bergenstråhle, Fredrik. Fastighets- och Transaktionschef, Skanska Fastigheter Stockholm AB. Samtal 2014.03.19.

Övriga källor

Brunes, Fredrik, 2014: *Avhandlingen*. Stockholm: KTH.

Optioner i kommersiella hyresavtal

Bilaga 1 Fastighetsägarnas standardavtal



HYRESKONTRAKT
FÖR LOKAL

Sid 1 (4)

FASTIGHETSÄGARNA

Nr _____

Undertecknade parter har denna dag träffat följande hyresavtal: Kryss i ruta innebär att den därefter följande texten gäller.

Hyresvärd						Personnr/orgnr	
Hyresgäst						Personnr/orgnr	
Lokalens adress m.m.	Kommun		Fastighetsbeteckning				
	Gata		Trappor/hus	Lägenhet nr			
	Aviseringsadress						
Lokalens användning	Lokalen med tillhörande utrymmen hyrs ut för att användas till:					Bilaga	
	<input type="checkbox"/> Användningsändamålet har närmare angetts i bifogad specifikation.						
Lokalens skick	Lokalen hyrs ut i befintligt skick.					Bilaga	
	<input type="checkbox"/> En beskrivning av lokalens skick vid detta kontraktets tecknande samt uppgift om vem som på tillträdesdagen i förekommande fall ska ha ombesörjt och bekostat dels åtgärdandet av brister, dels överenskomna ändringar framgår av bifogad besiktnings- och åtgärdsprotokoll.						
Lokalens storlek och omfattning	Butiksarea i plan	ca m ²	plan	ca m ²	Kontorsarea i plan	ca m ²	
					Lagerarea i plan	ca m ²	
					Ovrig area plan	ca m ²	
	Om i kontraktet angiven area avviker från faktisk area medför avvikelsen inte rätt för hyresgästen till återbetalning eller sänkning av hyran respektive hyresvärden rätt till högre hyra.					Bilaga	
	<input type="checkbox"/> Omfattningen av den förhyrda lokalen framgår av bifogade ritning(ar).						
	Tillfart för bil för l- och urlastning	Plats för skylt	Plats för skyltskåp/automat	Parkeringsplats(er) för bil(ar)	Garageplats(er) för bil(ar)		
Hyrestid	Från och med den		Till och med den				
Uppsägningstid/ Förlängningstid	Uppsägning av detta kontrakt ska ske skriftligen minst _____ månader före den avtalade hyrestidens utgång. I annat fall är kontraktet för varje gång förlängt med _____ år _____ månader						
Hyra	Kronor _____ per år exklusive nedan markerade tillägg.						
Indexklausul	<input type="checkbox"/> Ändring av ovan angiven hyra sker i enlighet med bifogad indexklausul.					Bilaga	
Fastighets-skatt	<input type="checkbox"/> Fastighetsskatt ersätts i enlighet med bifogad fastighetsskatteklausul. <input type="checkbox"/> Fastighetsskatt ingår i hyran.					Bilaga	
El, va, värme, vatten, kyla och ventilation	Tillhandahållande	Hyresvärden tillhandahåller/ombesörjer					
		<input type="checkbox"/> el	<input type="checkbox"/> va	<input type="checkbox"/> värme	<input type="checkbox"/> varmvatten	<input type="checkbox"/> kyla	<input type="checkbox"/> ventilation
	Betalning	El	<input type="checkbox"/> Hyresgästen har eget abonnemang.	<input type="checkbox"/> Hyresgästen betalar i enlighet med bifogad driftskostnadsklausul.	<input type="checkbox"/> Ingår i hyran.	Bilaga	
		Va	<input type="checkbox"/> Hyresgästen har eget abonnemang.	<input type="checkbox"/> Hyresgästen betalar i enlighet med bifogad driftskostnadsklausul.	<input type="checkbox"/> Ingår i hyran.	Bilaga	
		Värme	<input type="checkbox"/> Hyresgästen har eget abonnemang.	<input type="checkbox"/> Hyresgästen betalar i enlighet med bifogad driftskostnadsklausul.	<input type="checkbox"/> Ingår i hyran.	Bilaga	
		Varmvatten	<input type="checkbox"/> Hyresgästen har eget abonnemang.	<input type="checkbox"/> Hyresgästen betalar i enlighet med bifogad driftskostnadsklausul.	<input type="checkbox"/> Ingår i hyran.	Bilaga	
		Kyla	<input type="checkbox"/> Hyresgästen har eget abonnemang.	<input type="checkbox"/> Hyresgästen betalar i enlighet med bifogad driftskostnadsklausul.	<input type="checkbox"/> Ingår i hyran.	Bilaga	
	Ventilation	<input type="checkbox"/> Hyresgästen har eget abonnemang.	<input type="checkbox"/> Hyresgästen betalar i enlighet med bifogad driftskostnadsklausul.	<input type="checkbox"/> Ingår i hyran.	Bilaga		
Mätare	Om hyresgästen ska ha eget abonnemang enligt ovan och mätare saknas utförs och bekostas installationen av erforderliga mätare av _____ hyresvärden _____ hyresgästen						

Fastighetsägarna Sveriges formulär 12B.2 upprättat 2008 i samråd med SABO, Svensk Handel och Sveriges Hotell- och Restaurangföretagare. Eftertryck förbjödes.

Sign _____ Sign _____

Optioner i kommersiella hyresavtal

FÖR LOKAL

Nr _____

Kryss i ruta innebär att den därefter följande texten gäller.

Hyra forts.	<p>Avfallshantering I den omfattning hyresvärden är skyldig att dels tillhandahålla utrymme för lagring av avfall, dels ordna borttransport av avfall är hyresgästen skyldig att placera avfall i avsett kärl på avsedd plats liksom att utan kompensation medverka till den ytterligare källsortering som hyresvärden kan komma att besluta.</p> <p><input type="checkbox"/> Hyresgästen ska svara för och bekosta borttransport av avfall som härrör från den verksamhet som hyresgästen bedriver i lokalen (dock åligger det hyresvärden att tillhandahålla avfallskärl och erforderligt avfallsutrymme). Hyresgästen förbinder sig att med renhållningsentreprenör teckna och vidmakthålla kontrakt om borttransport av avfall.</p> <p><input type="checkbox"/> Hyresvärden samordnar borttransport av avfall för flera hyresgästers verksamhet i fastigheten. Hyresgästen ska som tillägg till hyran till hyresvärden betala ersättning för hyresgästens andel av kostnaden för borttransporten. Lokalens andel av denna kostnad ska anses vara _____ procent. Hyrestillägget uppgår vid detta kontrakts tecknande till _____ kronor per år.</p> <p><input type="checkbox"/> Kostnaden för borttransport av avfall som härrör från den verksamhet som hyresgästen bedriver i lokalen _____ Bilaga ingår i hyran, om inte annat följer av bifogad klausul om avfallshantering.</p>
Trappstädning	<p><input type="checkbox"/> ingår i hyran <input type="checkbox"/> ombesörjs och bekostas av hyresgästen <input type="checkbox"/> annan reglering enligt bilaga _____ Bilaga</p>
Snöröjning och sandning	<p><input type="checkbox"/> ingår i hyran <input type="checkbox"/> ombesörjs och bekostas av hyresgästen <input type="checkbox"/> annan reglering enligt bilaga _____ Bilaga</p>
Oförutsedda kostnader	<p>Skulle efter kontraktets tecknande oförutsedda kostnadsökningar uppkomma för fastigheten på grund av</p> <p>a) införande eller höjning av särskild för fastigheten utgående skatt, avgift eller påлага som riksdag, regering, kommun eller myndighet kan komma att besluta om, eller</p> <p>b) generella ombyggnadsåtgärder eller liknande på fastigheten som inte enbart avser lokalen och som hyresvärden är skyldig att utföra till följd av beslut av riksdag, regering, kommun eller myndighet</p> <p>ska hyresgästen med verkan från inträdd kostnadsökning betala ersättning till hyresvärden för den på lokalen belöpande andelen av den totala årliga kostnadsökningen för fastigheten.</p> <p>Lokalens andel ska anses vara _____ procent. Har andelen inte angetts utgörs denna av hyresgästens hyra (exkl eventuell moms) i förhållande till de i fastigheten vid tidpunkten för kostnadsökningen utgående lokalyrorna (exkl eventuell moms). För lokal som inte är uthyrd görs därvid en uppskattning av marknadshyran för lokalen.</p> <p>Med skatt enligt a) ovan avses inte moms och fastighetskatt i den mån ersättning för denna betalas i enlighet med överenskommelse. Med oförutsedda kostnader menas sådana kostnader som vid kontraktets ingående inte beslutats av de under a) och b) angivna instanserna. Ersättningen betalas enligt nedanstående regler om hyrans betalning.</p>
Mervärdesskatt (moms)	<p>Hyresgästens momsplikt</p> <p><input type="checkbox"/> Hyresgästen ska bedriva momspliktig verksamhet i lokalen.</p> <p><input type="checkbox"/> Hyresgästen ska inte bedriva momspliktig verksamhet i lokalen.</p> <p>Hyresvärdens momsplikt</p> <p><input type="checkbox"/> Fastighetsägaren/hyresvärden är skattskyldig till moms för uthyrning av lokalen. Hyresgästen ska utöver hyran erlagga vid varje tillfälle gällande moms.</p> <p><input type="checkbox"/> Om fastighetsägaren/hyresvärden efter beslut av Skatteverket blir skattskyldig till moms för uthyrning av lokalen ska hyresgästen utöver hyran erlagga vid varje tillfälle gällande moms.</p> <p>Momsen, som ska betalas samtidigt med hyran, beräknas på angivet hyresbelopp jämte, enligt vid varje tidpunkt gällande regler för moms på hyran, på i förekommande fall enligt hyreskontraktet utgående tillägg och andra ersättningar.</p> <p>Om hyresvärden till följd av hyresgästens självständiga agerande – såsom exempelvis upplåtelse av lokalen helt eller delvis i andra hand (även upplåtelse till eget bolag), eller överlåtelse – blir jämkningsskyldig för moms enligt bestämmelserna i mervärdesskattelagen, ska hyresgästen fullt ut ersätta hyresvärden för dennes förlorade avdragsrätt. Hyresgästen ska vidare utge ersättning för den kostnadsökning som följer av hyresvärdens förlorade avdragsrätt för ingående moms på driftskostnader som uppstår genom hyresgästens agerande.</p>
Hyrans betalning	<p>Hyran betalas utan anfordran i förskott senast sista vardagen före varje _____ PlusGiro nr _____ Bankgiro nr _____</p> <p><input type="checkbox"/> kalendermånads början <input type="checkbox"/> kalenderkvartals början genom insättning på _____</p>
Ränta, betalnings-påminnelse	<p>Vid försenad hyresbetalning ska hyresgästen betala dels ränta enligt räntelagen, dels ersättning för skriftlig betalningspåminnelse enligt lagsiftningen om ersättning för inkassokostnader m.m.</p>
Miljöpåverkan	<p>Hyresgästen ska före tillträdet inhämta erforderliga tillstånd för den verksamhet för vilken lokalen upplåts. Verksamheten ska bedrivas på ett sådant sätt att den uppfyller vid varje tidpunkt gällande miljölagstiftning och övriga föreskrifter för miljön. Hyresgästens ansvar för miljöpåverkan gäller även efter kontraktets upphörande och preskriberas inte enligt bestämmelserna i 12 kap. 61 § jordabalken.</p> <p><input type="checkbox"/> För ytterligare bestämmelser avseende miljöfarlig verksamhet, se bifogad miljöklausul. _____ Bilaga</p>
Byggsvaru-deklarationer	<p>Om hyresgästen i enlighet med bestämmelser i detta kontrakt eller i annat fall utför underhålls-, förbättrings- eller ändringsarbeten avseende lokalen ska hyresgästen för hyresvärden i god tid före arbetets utförande företa byggsvarudeklarationer — i den mån sådana finns utarbetade — för de produkter och material som ska tillföras lokalen.</p>
Revisions-besiktningar	<p>Om det vid en av myndighet påkallad revisionsbesiktning av installationer såsom el- och sprinkleranordningar konstateras fel och brister i hyresgästen tillhörig installation, ska hyresgästen på egen bekostnad utföra begärda åtgärder inom den tid myndigheten har föreskrivit. Om hyresgästen inom nämnda tid inte har åtgärdat fel och brister har hyresvärden rätt att på hyresgästens bekostnad utföra sådana åtgärder som myndigheten har föreskrivit.</p>
Tillgänglighet till vissa utrymmen	<p>Hyresgästen ansvarar för att tillträde till sådana utrymmen som hyresvärden eller någon som företräder hyresvärden eller som personal från energibolag, va-bolag, telekombolag eller motsvarande måste ha tillgång till för skötsel och drift av fastigheten inte hindras genom förhållanden i hyresgästens verksamhet.</p>

Fastighetsägarna Sveriges formulär 12B.2 upprättat 2008 i samråd med SABO, Svensk Handel och Sveriges Hotell- och Restaurangföretagare. Eftertryck förbjudes.

Sign	Sign
------	------

Optioner i kommersiella hyresavtal

HYRESKONTRAKT FÖR LOKAL

Sid 3 (4)

Nr _____

Kryss i ruta innebär att den därefter följande texten gäller.

PBL-avgifter	Om hyresgästen utan erforderligt bygglov, annat lov eller tillstånd vidtar ändringar i lokalen och hyresvärden till följd av detta enligt reglerna i plan- och bygglagen (PBL) tvingas utge byggnadsavgift, tilläggsavgift, annan avgift eller vite, ska hyresgästen till hyresvärden betala ersättning med motsvarande belopp.	
Brandskydd	<input type="checkbox"/> Parternas skyldigheter gentemot varandra i anledning av lagsstiftningen om skydd mot olyckor regleras i bifogad brandskyddsklausul.	Bilaga
Myndighetskrav m.m.	<input type="checkbox"/> Hyresvärden ska på eget ansvar och egen bekostnad svara för de åtgärder som myndighet, domstol eller försäkringsbolag med stöd av nu gällande eller framtida lagsstiftning eller avtal fr.o.m. tillträdesdagen kan komma att kräva för lokalens nyttjande för avsedd användning. Hyresgästen ska samråda med hyresvärden innan åtgärder vidtas. <input type="checkbox"/> Hyresgästen	
Inredning	Lokalen uthyrs <input type="checkbox"/> utan särskild för verksamheten avsedd inredning <input type="checkbox"/> med särskild för verksamheten avsedd inredning enl bilaga	Bilaga
Underhåll	<input type="checkbox"/> Hyresvärden ska utföra och bekosta erforderligt underhåll av lokalen och av hyresvärden särskild för verksamheten tillhandahållen inredning	Hyresgästen svarar dock för <input type="checkbox"/> enl bil
	<input type="checkbox"/> Hyresgästen ska utföra och bekosta erforderligt underhåll dels av ytskikt på golv, väggar och tak, dels av inredning som hyresvärden särskilt tillhandahåller för verksamheten.	Hyresgästens underhållsskyldighet omfattar därutöver <input type="checkbox"/> enl bil
	<input type="checkbox"/> Annan fördelning av underhållsansvaret, se bilaga.	Bilaga
	Om hyresgästen åsidosätter sin underhållsskyldighet enligt ovan och inte inom skälig tid vidtar rättelse efter skriftlig uppmaning har hyresvärden rätt att fullgöra skyldigheten på hyresgästens bekostnad.	
Skötsel, drift och ändringsarbeten	Om inte annat överenskommit ska hyresvärden i förekommande fall ombesörja skötsel, drift och underhåll av allmänna och gemensamma utrymmen. Hyresgästen får inte utan hyresvärdens skriftliga godkännande, i lokalen eller annars inom fastigheten, utföra inrednings- och/eller installations- eller ändringsarbeten som direkt berör bärande byggnadsdelar eller för fastighetens funktion viktiga anläggningar eller installationer såsom el, va och ventilation. Installationer såsom sprinklerhuvuden och anordningar för ventilation får inte av hyresgästen byggas in i inredning så att effekten av sådana anordningar försämrats. Hyresgästen ska vid utförande av inredningsarbeten se till att funktionen hos radiatorer och andra uppvärmningsanordningar i allt väsentligt behålls.	
Ledningar för telefoni och data-kommunikation	<input type="checkbox"/> Hyresvärden <input type="checkbox"/> Hyresgästen bekostar erforderlig dragning av ledningar för telefoni och datakommunikation från den anslutningspunkt operatören anger till de ställen i lokalen som hyresgästen i samråd med hyresvärden väljer. <input type="checkbox"/> Annan fördelning av ansvaret för telefoni och datakommunikation, se bilaga.	Bilaga
Skyltar, markiser m.m.	Hyresgästen har efter samråd med hyresvärden rätt att uppsätta för verksamheten sedvanlig skylt, under förutsättning att hyresvärden inte har befogad anledning att vägra samtycke och att hyresgästen har inhämtat erforderliga tillstånd av berörda myndigheter. Övriga anordningar såsom markiser och antenner får inte sättas upp utan hyresvärdens tillstånd. Vid avflyttning ska hyresgästen återställa husfasaden i godtagbart skick. Vid mera omfattande fastighetsunderhåll såsom fasadrenovering ska hyresgästen på egen bekostnad och utan ersättning nedmontera och åter uppmontera skyltar och andra anordningar som hyresgästen satt upp på byggnaden. Hyresvärden förbinder sig att inte sätta upp automater och skyltskåp på ytterväggarna till den av hyresgästen förhyrda lokalen utan hyresgästens medgivande samt medger hyresgästen företrädesrätt att uppsätta automater och skyltskåp på ifrågakvarande väggar. <input type="checkbox"/> Hyresgästen förbinder sig att följa bifogad skyltprogram.	
Försäkringar	Det åligger hyresvärden att teckna sedvanlig fastighetsförsäkring avseende den fastighet inom vilken den förhyrda lokalen är belägen. Hyresgästen är skyldig att teckna företagsförsäkring för den verksamhet som bedrivs i lokalen. Såväl hyresvärdens som hyresgästens försäkring ska omfatta skada orsakad av tredje man.	
Yttre åverkan	<input type="checkbox"/> Hyresvärden <input type="checkbox"/> Hyresgästen ska svara för skador på grund av åverkan på till lokalen tillhörande fönster, skyltfönster, skyltar samt entré- och andra dörrar eller portar som leder till eller från lokalen. I samtliga fall omfattar ansvaret även karmar, bågar och foder.	
Låsanordningar	<input type="checkbox"/> Hyresvärden <input type="checkbox"/> Hyresgästen ska utrusta lokalerna med sådana lås- och stöldskyddsanordningar som krävs för hyresgästens företagsförsäkring.	
Nedsättning av hyra	Avtalat skick m.m.	Hyresgästen har inte rätt till nedsättning av hyran för tid då hyresvärden låter utföra arbete för att sätta lokalen i avtalat skick eller annat arbete som särskilt anges i detta kontrakt jämte bilagor.
	Sedvanligt underhåll	<input type="checkbox"/> Hyresgästen har inte rätt till nedsättning av hyran när hyresvärden utför sedvanligt underhåll av lokalen eller fastigheten. Det åligger dock hyresvärden att i god tid underrätta hyresgästen om arbetets art och omfattning samt när och under vilken tid arbetet ska utföras. <input type="checkbox"/> Hyresgästen har rätt till nedsättning av hyran när hyresvärden utför sedvanligt underhåll av lokalen eller fastigheten.
		<input type="checkbox"/> Parterna är överens om att rätten till nedsättning av hyran, när hyresvärden utför sedvanligt underhåll av lokalen eller fastigheten i övrigt, ska regleras enligt särskild bilaga.

Fastighetsägarna Sveriges formulär 12B.2 upprättat 2008 i samråd med SABO, Svensk Handel och Sveriges Hotell- och Restaurangföretagare. Eftertryck förbjödes.

Sign	Sign
------	------

Optioner i kommersiella hyresavtal

HYRESKONTRAKT FÖR LOKAL

Sid 4 (4)

Nr _____

Kryss i ruta innebär att den därefter följande texten gäller.

Återställande vid avflyttning	Senast vid hyresförhållandets upphörande ska hyresgästen, om inte annan överenskommelse har träffats, ha bortfört sin egendom och återställt lokalen i godtagbart skick. Parterna är eniga om att senast sista dagen av hyresförhållandet gemensamt genomföra besiktning av lokalen. Om till följd av hyresgästens åtgärder – vidtagna med eller utan hyresvärdens medgivande – lokalen vid avflyttning innehåller material, som inte särskilt överenskommit att hyresvärdens svarar för, ska hyresgästen avlägsna materialet eller ersätta hyresvärdens dennes kostnader för kvittblivning såsom förekommande avfallsskatt, transport och avgift för deponering eller motsvarande.		
Force majeure	Hyresvärdens fritar sig från skyldighet att fullgöra sin del av kontraktet och från skyldighet att betala skadestånd om hyresvärdens åtaganden inte alls eller endast till onormalt hög kostnad kan fullgöras på grund av krig eller upplopp, på grund av sådan arbetsinställelse, blockad, eldsvåda, explosion eller ingrepp av offentlig myndighet som hyresvärdens inte råder över och inte heller kunnat förutse.		
Säkerhet	Hyresgästen ska till hyresvärdens senast den _____ lämna säkerhet för sina förpliktelser enligt detta kontrakt genom <input type="checkbox"/> borgen ställd av _____ <input type="checkbox"/> bankgaranti intill ett belopp om _____ <input type="checkbox"/> annan säkerhet i form av _____ Bilaga _____ Om avtalad säkerhet inte lämnats senast vid föreskriven tidpunkt är detta kontrakt förfallet, om hyresvärdens före tillträdet så påfordrar.		
Personuppgiftslagen	<input type="checkbox"/> Information till hyresgäst om behandling av personuppgift och skriftligt samtycke, se bifogad personuppgiftsklausul. (Gäller inte när hyresgästen är en juridisk person.) Bilaga _____		
Särskilda bestämmelser	Bilaga _____		
Underskrift	Detta kontrakt, som inte utan särskilt medgivande får inskrivas, har upprättats i två likalydande exemplar, av vilka parterna tagit var sitt. Tidigare kontrakt mellan parterna avseende denna lokal upphör att gälla fr.o.m. detta kontrakts ikraftträdande. Ort/datum _____ Ort/datum _____ Hyresvärd _____ Hyresgäst _____ Namnförtydligande (hyresvärd/firmatecknare) _____ Namnförtydligande (hyresgäst/firmatecknare) _____		
Överenskommelse om avflyttning	På grund av denna dag träffad överenskommelse upphör kontraktet att gälla fr.o.m. den _____ till vilken dag hyresgästen förbinder sig att avflytta. Ort/datum _____ Ort/datum _____ Hyresvärd _____ Hyresgäst _____ Namnförtydligande (hyresvärd/firmatecknare) _____ Namnförtydligande (hyresgäst/firmatecknare) _____		
Överlåtelse	Ovannstående hyreskontrakt överläts fr.o.m. den _____		
Överlåtelseförklaring	Frånträdande hyresgäst _____	Tillträdande hyresgäst _____	Personnr/orgnr _____
	Namnförtydligande (frånträdande hyresgäst/firmatecknare) _____	Namnförtydligande (tillträdande hyresgäst/firmatecknare) _____	
Hyresvärdens godkännande	Hyresvärdens godkänner överlåtelsen Ort/datum _____ Hyresvärd _____ Namnförtydligande (hyresvärd/firmatecknare) _____		

Upplysning

Observera att det i vissa fall förutom kryss i ruta också krävs att en bilaga fogas till kontraktet för att överenskommelsen i bilagan ska bli tillämplig. Det gäller exempelvis indexklausul och fastighetsavkastningsklausul. Se i övrigt handledningen till detta kontrakt som har tagits fram gemensamt av organisationerna nedan.

Fastighetsägarna Sveriges formulär 12B.2 upprättat 2008 i samråd med SABO, Svensk Handel och Sveriges Hotell- och Restaurangföretagare. Eftertryck förbjödes.

Bilaga 2 Investerares syn på optioner i kommersiella hyresavtal

Markera med ett kryss det alternativ som stämmer bäst överens med Er åsikt.

1. Vilken av nedanstående kategori av investerare anser ni Er tillhöra?
Kommentera gärna varför.

Core Value-add Opportunistisk Ingen åsikt

Kommentar:.....
.....
.....
.....

2. ”Optioner i hyresavtal påverkar vår värdering av fastigheter”

Stämmer Stämmer delvis Stämmer inte Ingen åsikt

Kommentar:.....
.....
.....
.....

3. ”Vi undviker att investera i fastigheter med hyresavtal som innehåller optioner”

Stämmer Stämmer delvis Stämmer inte Ingen åsikt

Kommentar:.....
.....
.....
.....

Optioner i kommersiella hyresavtal

4. ”Vi är vana att hantera hyresavtal med optioner”

Stämmer Stämmer delvis Stämmer inte Ingen åsikt

Kommentar:.....
.....
.....
.....

5. ”Vi har observerat ett ökat användande av optioner i hyresavtal de senaste sex åren”

Stämmer Stämmer delvis Stämmer inte Ingen åsikt

Kommentar:.....
.....
.....
.....

6. ”Optioner i hyresavtal påverkar yelden av investeringen”

Stämmer Stämmer delvis Stämmer inte Ingen åsikt

Kommentar:.....
.....
.....
.....

7. Ranka följande optioner utifrån risk där 1= mest risk och 4= minst risk. Kommentera gärna ditt val.

Minska yta Öka yta frånträda hyresavtal Omförhandla
hyran innan
avtalet upphör

Kommentar:.....
.....
.....
.....

8. ”Vi föredrar att investera i fastigheter som har hyresavtal med långa löptider”

Stämmer Stämmer delvis Stämmer inte Ingen åsikt

Kommentar:.....
.....
.....
.....

Diskussionsfrågor

1. Hur hanterar Ni optioner i hyresavtal vid fastighetsförvärv?
 - Kvantifieras risken eller inte? Om ja, hur? Används en högre riskpremie för perioder då risk för vakanser finns?
2. Finns det någon typ av option eller formulering som skulle få Er att avstå från att förvärva en fastighet?
3. Hur stor procentuell del av ytan får omfattas av en option för att optionen inte ska få för stor värdepåverkan?
4. Vilka typer av optioner ser ni helst inte i kommersiella hyresavtal och varför?