



Norges miljø- og  
biovitenskapelige  
universitet

**Masteroppgave 2023 30 stp**  
Fakultet for landskap og samfunn

# **Avtalepartenes risikofordeling i ustandardiserte OTC omsatte binære asset-or-nothing kjøpsopsjoner på LNFR regulerte eiendommer**

Risk allocation between the contracting parties in non-standardized over-the-counter traded binary asset-or-nothing call options on LNFR-regulated properties

Tonko Lucic Andersen  
Master i eiendom



## Forord

Avhandlingen fullfører arbeidet med den integrerte masteren innen eiendomsfag ved Norges Miljø- og Biovitenskapelige Universitet (NMBU). Oppgaven ble utført med rådgiving fra veileder Sølve Bærug, førsteamanuensis ved institutt for eiendom og juss.

Temavalget 'binære asset-or-nothing opsjoner på LNFR arealer' kommer av at min far jobbet med disse finansielle instrumentene i årene 1990 til 2020. Jeg har vokst opp med temaet rundt spisebordet og valgte studiet med bakgrunn i at det var et godt utgangspunkt for å forstå eiendomskjøpsopsjoner. Opsjonstematikken er derfor noe jeg har vært målsatt med å undersøke i gradsoppgaven siden første skoledag ved universitetet. Det har også vært det jeg har så lagt jobbet med i arbeidslivet.

Jeg håper leseren anser både gradsoppgaven og temaet like spennende som det jeg gjør. Forskningsarbeidsprosessen har vært både givende og lærerikt samtidig som det har vært krevende og frustrerende. Opprinnelig så var utgangspunktet og målet med prosjektet å undersøke et caseområdet der opsjonsbruken var utstrakt. Arbeidet var godt i gang frem mot slutten av februar da jeg tilfeldigvis oppdaget at eiendomsopsjoner var regulert av det nye europeiske lovverket 'Markets in financial instruments directive II' (MiFID II). Det europeiske lovverket var blitt implementert i verdipapirhandelloven siden 2018 men ingen av aktørene innenfor caseområdet virket å ha oppdaget dette. Det viste seg derfor at aktørene i caseområdet og bransjen generelt potensielt brøt verdipapirhandelloven uvitende men i god tro.

Oppdagelsen var starten på en helomvending i avhandlingen. Det var ikke lengre etisk å innsamle empiri fra noen aktører, verken i caseområdet eller generelt hvis deltagelsen kunne medføre tilsyn og bøteleggelse av forskningsdeltagerne. Det medførte at jeg måtte gå over til en dokumentstudie av tidligere masteroppgavers vedlagte opsjonsavtaler. Samtidig så var oppdagelsen svært spennende og måtte utforskes videre. Det har derfor vært en del kontakt med både europeiske og nasjonale finanstillsynsmyndigheter, finansdepartementet og investeringsbanker. Noe av kontakten kan sees i vedleggene. Koblingen mellom verdipapirhandelloven og eiendomsopsjoner var noe samtlige av de kontaktede ikke hadde vurdert tidligere. Jeg håper derfor at oppgaven belyser et potensielt forskningsområde som kan undersøkes videre.

Tusen takk til Sølve for veiledningen gjennom alle problemstillingene og dilemmaene som oppsto underveis. Tusen takk til alle myndighetsorganene som har tatt seg tid til å komme med sitt syn på dette ganske eksotiske instrumentet som oppgaven gjelder.



Tonko Andersen

NMBU

Ås, Mai 2023

## Abstrakt (Norsk)

Denne studien undersøker en spesifikk kategori av tomteopsjonsavtaler som brukes innen eiendomsutvikling gjennom et kvalitativt og teoretisk forskningsrammeverk. Studiets fokus er på avtalepartenes risikofordeling og risikobilde som følge av at det blir inngått en slik avtale. Det tas utgangspunkt i at det i slike avtaler er tre parter; en eiendomsutvikler, en grunneier og regulatoriske myndigheter. Studiets fokus er på hvordan grunneieren og eiendomsutvikleren håndterer motpartsrisikoen og regulatorisk risiko i disse typer tomteopsjonsavtaler.

## Abstract (English)

This study examines a specific category of real estate option agreements used in the Norwegian property development industry through a theoretical and qualitative research framework. The study focuses on the risk distribution and risk profile of the contracting parties involved in such agreements. The basis of the research premise is that there are three parties in such agreements: a property developer, a landowner and the regulatory authorities. The study focuses on how the landowner and property developer manage counterparty- and regulatory risk in these types of real estate option agreements.

# Innhold

<b>Kapittel 1 Innledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Tema .....	1
1.2 Opsjonstypens benevnelse fremover .....	1
1.3 Problemstillinger .....	1
1.4 Tidligere undersøkelser .....	2
1.5 Avgrensninger .....	2
1.6 Oppgavens oppbygning .....	3
<b>Kapittel 2 Metode</b> .....	<b>4</b>
2.1 Innledning .....	4
2.2 Kontekstuelle beskrivelser av forskningsområdet .....	4
2.3 Forskningsmetode .....	4
2.4 Etske avveininger og avgrensninger .....	6
2.5 Forskningskvalitet .....	7
2.5.1 Reliabilitet .....	7
2.5.2 Validitet .....	7
2.6 Operasjonalisering av analyse og drøftelse .....	8
<b>Kapittel 3 Teori</b> .....	<b>9</b>
3.1 Innledning .....	9
3.2 Utviklingen i eiendomsbransjen og eiendomsutviklingsprosessen .....	9
3.3 Avtaleformer for erverv av eiendomsrett eller tilstrekkelig tomtekontroll .....	10
3.3.1 Direktekjøpsavtale.....	11
3.3.2 Betinget kjøpsavtale.....	11
3.3.3 Ordinær opsjonsavtale.....	11
3.4 Risiko og risikomomenter i eiendomsutviklingsprosessen .....	13
3.4.1 Anvendt finansiell risikoteori.....	13
3.4.2 Fordeling av systematisk risiko i eiendomskjøpsopsjonen .....	14
3.4.3 Fordeling av usystematisk risiko mellom avtalepartene .....	17
3.4.4 Regulatorisk risiko og dens påvirkning av avtaleutformingene.....	19
3.4.5 Regulatorisk arbitrasje.....	23
<b>Kapittel 4 Empiri</b> .....	<b>26</b>
4.1 Hille-Dahl avtalen .....	26
4.2 Uldal avtalen .....	26
4.3 Hval & Lunde avtalen .....	27

<b>Kapittel 5 Drøftelse og analyse</b> .....	<b>28</b>
5.1 Innledende bemerkelser .....	28
5.2 Drøftelse av eksotiske LNFR opsjoner .....	28
5.3 Drøftelse av delproblemstilling 1 .....	31
5.3.1 Valgt av avtaleform som risikofordelingsutgangspunkt .....	31
5.3.2 Systematisk risiko .....	31
5.3.3 Usystematisk risiko .....	33
5.3.4 Opsjonspremien .....	33
5.4 Drøftelse av delproblemstilling 2 .....	34
5.5 Drøftelse av delproblemstilling 3 .....	35
5.6 Hovedproblemstilling .....	38
<b>Kapittel 6 Avslutning</b> .....	<b>39</b>
6.1 Avsluttende refleksjoner .....	39
6.2 Kritikk av oppgaven .....	39
6.3 Forslag til videre forskning .....	40
<b>Kilder</b> .....	<b>41</b>
Siterte verk .....	41
Domstolsavgjørelser .....	44
Lover .....	44
Figurliste: .....	45
Vedlegg: .....	45
Vedlegg 1: Mailkorespondanse .....	46
Vedlegg 2 Analyserte avtaler .....	48

## Kapittel 1 Innledning

### 1.1 Tema

Oppgavens tema er risikofordelingen mellom avtalepartene i ustandardiserte OTC omsatte binære asset-or-nothing kjøpsopsjoner på LNFR regulerte eiendommer. Disse avtalene er nisjefokuserte finansielle instrumenter som i praksis brukes for et spesifikt formål. Avtaleformen benyttes av eiendomsutviklere som ønsker å erverve tilstrekkelig kontroll over en spesifikk eiendom som er avsatt til landbruks-, natur- og friluftsmål samt reindrift (LNFR) på avtaleinngåelsestidspunktet.

Bakgrunnen for kontrollbehovet er at eiendomsutviklere ønsker å sikre seg eiendommen slik at de kan utvikle eiendommen til et annet arealformål fremover. Avtaleformen er en type løsningsrett mellom eiendomsutvikleren og grunneier der utvikleren kan løse inn arealene hvis området blir omregulert til andre formål etter plan- og bygningsloven (2008). Prevalensen og bruken av avtaleformen har forskjellige regulatoriske og økonomiske bakgrunner, men det er allmenkjent at avtaleformen benyttes i norsk eiendomsutvikling av jomfruelig mark. Opsjonstypen faller inn under en kategori av opsjoner som betegnes som 'eksotiske opsjoner' der designet innebærer noen veldig unike egenskaper.

Zhang (1997) definerer 'eksotiske opsjoner' som "ikke standardiserte opsjonskontrakter med mer kompliserte avkastninger eller ikke typiske egenskaper, vanligvis med vilkår som skiller seg fra de for plain-vanilla opsjoner" (s.1, egenoversatt). Ettersom opsjonstypen er så nisjefokusert samt tilpasset norske regler og forhold har den et veldig interessant risiko- og avkastningsbilde for partene. Opsjonstematikken generelt anses som en del av det større samfunnsfokuset på risikoen og bruken av derivatinstrumenter siden 2008 (KPMG, 2019, s. 4).

### 1.2 Opsjonstypens benevnelse fremover

'Ustandardiserte OTC-omsatte binære asset-or-nothing kjøpsopsjoner på LNFR regulerte eiendommer' er et langt akademisk navn på avtaletypen. Av hensyn til lettelstet så benevnes denne opsjonstypen som enten 'Eksotiske LNFR- Opsjoner' eller forkortet som ELO kontrakter fremover. Disse benevnelsene er egenprodusert.

### 1.3 Problemstillinger

Hovedproblemstillingen til gradsoppgaven er:

*Hva kjennetegner risikofordelingen mellom avtalepartene i binære asset-or-nothing opsjonsavtaler på LNFR eiendommer?*

Hovedproblemstillingen nyanseres ved hjelp av tre delproblemstillinger:

1. *I hvilken grad kan risikofordelingen være asymmetrisk mellom avtalepartene og i så fall hvordan?*
2. *Hvordan kan avtaledesignet tilpasses for å etterkomme avtalepartenes risikobilde?*
3. *Hvilke større uforutsette risikomomenter kan oppstå når avtalepartene benytter denne typer opsjonsavtaler?*

Problemstillingene har som hensikt å belyse forskjellige aspekter vedrørende risikobildet som oppstår ved inngåelsen av slike avtaler.

Delproblemstilling en har som hensikt å utforske balansen av risikofordelingen mellom partene. Tanken bak problemstillingen er å se på det helhetlige avtalebildet som partene befinner seg i.

Delproblemstilling to har som hensikt å undersøke avtaledesignets evne til å imøtekomme avtalepartenes individspesifikke risikojusteringsbehov. Hovedtanken bak dette er at partene har forskjellige utgangspunkt og at valget av denne eksotiske opsjonstypen har sin bakgrunn i spesifikke risikofordelingsbehov.

Delproblemstilling tre sikter til å betrakte potensielle uforutsette risikomomenter som partene ikke har vurdert. Problemstillingen stilles ut fra en antagelse om at avtalepartene kanskje ikke fullt ut har forutsett alle potensielle fremtidige risikomomenter. Tanken er da at spørsmålet kan utforske mulige risikofaktorer som partene ikke har vurdert. Helhetlig så vil delproblemstillingenes fokus på avtalenes risikorelaterte balanse, tilpasning og uante faktorer kunne belyse hovedproblemstillingen godt.

## 1.4 Tidligere undersøkelser

Det er utført et bredere litteratursøk blant nasjonale og internasjonale kilder. Blant kildene så er det identifisert relevant forskning vedrørende generelle eiendomsopsjoner og LNFR opsjoner i databasene til NMBU sitt delarkiv 'Brage'. Søket viser flere oppgaver med forskjellige vinklinger på eiendomsopsjonstematikken.

Temaene som er grundigere undersøkt er særlig innen akkvisisjonsprosessen av eiendomsopsjoner og påfølgende risiko. Hovedfokuset i disse akademiske tekstene er fokuset på eiendomsutviklerens perspektiv, men det finnes også enkelte eksempler som legger hovedvekten på grunneiers perspektiv. Momentene som tas opp er partenes syn og forståelse av hva avtalene innebærer av fordeler, ulemper og konsekvenser. Forskningen er i stor grad fokusert på eiendomsopsjoner på tvers av reguleringsformål, fremfor at de avgrenses til eksempelvis kun avtaler på bolig- eller næringsformål. Drøftelsene og konklusjonene i tekstene bygger gjennomgående på empiriske funn som er innhentet fra kvalitative intervjuer.

Noen av disse relevante masteroppgavene er blant annet Hval & Lunde (2020), Uldal (2020), Dønnum (2019), Kopperud (2019), Lunde & Nordhov (2019), Hille-Dahl (2018) og Jørgensen & Nguyen (2018). Uldal (2020) konkluderer med at risikoreduksjonen ved finansiell giring er undervurdert og at opsjonsavtaler påfølgende er et risikoreduserende instrument. Jørgensen & Nguyen (2018) samt Dønnum (2019) kom frem til et lignende resultat der de mente opsjonsavtaler er risikoreduserende for eiendomsutvikler. Lunde & Nordhov (2019) kom også frem til et lignende resultat der konklusjonen var at opsjonsavtaler letter på den totale risikoen. Lunde & Nordhov mente videre at risikoen balanseres mellom avtalepartene i opsjonsavtaler. Helhetlig er det på generelt grunnlag en enighet blant kildene om at opsjonsavtaler er risikoreduserende avtaler i seg selv.

Et annet funn det er enighet om blant kildene er at grunneiere har en generelt for lav forståelse av hva opsjonsavtaler innebærer. Hille-Dahl (2018) konkluderte med at grunneiere i stor grad ikke forstår opsjonsavtaler som konsept. Det fremgår av empirien til kilden at grunneierne ofte ikke er klar over hva avtalene innebærer og virkningene av avtaleklausulene. Hille-Dahl beskriver en hyppighet av situasjoner der eiendomsutviklere har en pedagogisk utfordring når de kontakter grunneiere. Eiendomsutviklerne må derfor ofte forklare avtalenes innhold samt fordelene og konsekvensene avtalen vil ha for grunneier ifølge masteroppgavens konklusjoner.

Hval & Lunde (2020) konkluderer med de samme funnene i sin avhandling. De viser til at en større andel grunneiere har liten kompetanse om opsjonsavtaler. Hval & Lunde viser særlig til at grunneiere ofte ikke forstår de reelle tidshorisontene som avtalene innebærer.

Blant de tidligere masteroppgavene så vurderes Kopperud (2019) som en kilde av høyere kvalitet. Kopperud anfører at LNFR opsjoner fremstår som binære og utfallsavhengige vedrørende hvorvidt det forekommer omregulering i avtaleperioden eller ikke. Kopperud fremlegger videre et teoretisk rammeverk for prising av slike opsjoner ved å skildre både Option Pricing Modellen til Black-Scholes og Samuelson-McKean sin prisingsmodellen. Oppgaven utfører dette ved å substituere modellenes Brownske bevegelsesantagelser med binære utfall. Kopperud konkluderer på lik linje med de andre kildene at grunneiere har en lav forståelse av LNFR opsjonenes utfallsrom. Kopperud stiller videre et analogisk spørsmål om Høyesterettsdommen HR-2013-642-S kan komme til anvendelse på eiendomsopsjoner. I dommen tapte DnB-Nor mot Røeggen fordi selskapet hadde solgt saksøker belånte strukturerte aksjesparingsprodukter, selv om saksøker ikke hadde kompetanse til å forstå instrumentene.

## 1.5 Avgrensninger

Oppgaven er avgrenset til å gjelde eksotiske LNFR opsjoner og de risikofordelende egenskapene avtalen har blant avtalepartene. Risikoen og konsekvensene avtalene medbringer andre aktører utover avtalepartene vurderes ikke i oppgaven.

Det nevnes derfor blant annet ikke hvordan avtalene kan påvirke andre interessenter i planprosessen eller avtalenes påvirkning på eiendomsmarkedet generelt. Avgrensningen forutsetter også at det kun undersøkes kommersielt bruk av opsjonstypen blant ikke statlige aktører. Statlige aktører kan være kommuner, fylker eller sektormyndigheter samt entiteter eksklusivt og juridisk tilknyttet disse. Kommersielt bruk i denne konteksten er at eiendomsutviklere bruker avtaleformen for å oppnå økonomisk avkastning som et ledd av en næringsvirksomhet. Eiendomsutvikling i form av ideelle samt altruistiske formål som ikke har tydelige økonomiske hovedfokus og preg vil derfor falle utenfor oppgavens rammer. Eksempler på slike formål kan være utvikling av offentlige sportsfasiliteter eller infrastruktur, ikke kommersielle studentboliger og miljøvernsformål.



Oppgaven forutsetter også at grunneier deler de samme økonomiske intensjonene slik at begge avtalepartene opptrer som rasjonelle investorer. Oppgaven avgrenses videre til å kun gjelde opsjoner som forutsetter en tilstrekkelig markedsinteresse for prosjektet, og der det er sannsynlig at opsjonen kommer til å bli utøvd.

Et viktig moment å fremheve i avgrensningen er opsjonstypene som undersøkes og nevnes. Oppgaven ser kun på eksotiske LNFR opsjoner men bruker generelle plain-vanilla opsjoner som illustrative referanseeksempler. Utover dette verken nevnes eller undersøkes andre opsjonstyper eller derivater. Leseren kan derfor forutsette at opsjonene det er snakk om i oppgaven er kjøpsopsjoner.

Det må også understrekes at oppgaven kun ser på risikofordelingen mellom avtalepartene i selve avtalen. Det er ikke vurdert porteføljeperspektiver og hensyn der opsjonsavtalen er en del av større og helhetlige finansielle posisjoner. Det antas derfor at begge avtalepartene kun har denne avtalen å forholde seg til. Denne antagelsen ekskluderer derfor tilfeller der avtalepartene har derivater på ELO kontraktene (eksempelvis compound opsjoner som er en opsjon på en opsjon) eller andre syntetiske posisjoner som er laget av kombinerte derivatposisjoner<sup>1</sup>.

Oppsummert så er derfor antagelsen at det er en eiendomsutvikler og en grunneier der hver av partene holder kun denne ene posisjonen slik at de er eksklusive motparter.

## 1.6 Oppgavens oppbygning

Oppgaven er inndelt i seks kapitler.

**Kapittel 1 Innledning** gir et overblikk og en introduksjon av temaet som undersøkes. Tematikken presiseres, redegjøres utfra tidligere forskning og avgrenses utfra problemstillingene som er fremlagt. Kapitlet går ikke lengre enn å sette temaet i kontekst.

**Kapittel 2 Metode** beskriver den endelig anvendte metodikken og forskningsdesignet. Valgene begrunnes med metodefaglig litteratur og egne subjektive vurderinger. Kapitlet beskriver også vurderingen av kvaliteten til metodetilnærmingen ved å elaborere forskningens validitet og reliabilitet.

**Kapittel 3 Teori** redegjør for den anvendte teorien i forskningen. Det teoretiske utgangspunktet er presentert for å kunne drøfte de empiriske funnene senere i kapittel 5. Teoripresentasjonen har videre som hensikt å presentere grunnlaget for at eventuelle drøftelser og konklusjoner i kapittel 5 er annerledes enn konklusjonene til enkelte tidligere masteroppgaver.

**Kapittel 4 Empiri** presenterer de undersøkte avtaledokumentene. Kapitlet går ikke utover deskriptive bemerkninger av relevante avtalekomponenter.

**Kapittel 5 Drøftelser** tar utgangspunkt i å applisere den anvendte teorien på empirien og drøfte resultatene. Utfra disse drøftelsene fremlegges en konklusjon som deretter skildres mot tidligere masteroppgaver med motstridende resultater.

**Kapittel 6 Avslutning** fremlegger eventuell kritikk mot denne oppgaven samt personlige refleksjoner rundt selve oppgaven. Oppgaven avsluttes med forslag til videre forskning innenfor feltet.

---

<sup>1</sup> Leseren gjøres oppmerksom på at eiendomsopsjoner er i seg selv en form for compound opsjon (eller syntetisk posisjon) fordi opsjonen er en opsjon på real opsjonen til en eiendom. Avgrensningen er derfor en forenklet forklaring.

## Kapittel 2 Metode

### 2.1 Innledning

Hensikten med metodekapittelet er todelt. Det første endemålet er å presentere oppgavetemaets situasjon og muligheter rent metodefaglig. Den andre hensikten er å presentere den anvendte forskningsmetodikken og bakgrunnen for benyttelsen av et slikt forskningsdesign.

Det presenteres derfor både relevant metodefaglig litteratur og subjektive vurderinger om situasjonsforhold som tilsier at spesifikke designvalg blir benyttet. Metodelitteraturen og de subjektive vurderingene drøftes oppimot hverandre for å fremheve refleksjonen vedrørende forskningsdesignet. Drøftelsen er også ment å nyansere mulige diskrepanser mellom litteraturens situasjonsvurderinger og mine personlige valg.

Kapittelet beskriver innledningsvis temaets kontekst i den virkelige verdenen. Deretter beskrives metodevalget og avgrensninger av prosjektomfanget. Avslutningsvis presenteres de etiske avveiningene, datainnsamlingsprosedyrene og masteroppgavens reliabilitet samt validitet.

### 2.2 Kontekstuelle beskrivelser av forskningsområdet

Utfra mine egne forkunnskaper om temaet fremkommer det flere kjennetegn vedrørende forskningsområdet. Ustandardiserte OTC omsatte binære asset-or-nothing kjøpsopsjoner på LNFR regulerte eiendommer brukes av en relativt avgrenset og konsentrert gruppe eiendomsutviklingsaktører. Instrumentet benyttes mest av spesialiserte eiendomsutviklere som i stor grad fokuserer på tidligfase eiendomsutvikling av jomfruelig mark. Gruppen er en nisje innenfor eiendomsutviklingsbransjen der bransjen i seg selv er en avgrenset krets av mennesker. Bruken av disse instrumentene kan forekomme på de fleste LNFR arealer, men generelt er de fleste tilfellene i bynære strøk eller i områder med energiutviklingspotensiale. Varigheten på kontraktene er nesten alltid flerårig, og avtalene er mulig å identifisere gjennom tinglyste dokumenter i grunnbøkene. Handelsvolumet er derfor lavt grunnet fåtallet eiendomsutviklere som bruker instrumentet og avtalenes varighet.

På grunn av kontraktenes ustandardiserte natur så vil også parts- og partskontekstspesifikke klausuler kunne bidra til å identifisere aktører. Resultatet er at aktive avtaler som er aktuelle å analysere kan, med en målrettet innsats, identifiseres av en leser med tilstrekkelige forkunnskaper og midler. Potensielle informanter kan også kreves identifisert av tilsynsmyndigheter hvis organet mistenker at det har vært begått lovbrudd. Verdipapirhandeloven (2007) inneholder blant annet bestemmelser i kapittel 19 som fastslår at Finanstilsynet kan tilsidesette taushetsplikten til forskere ved behov. Lovverket eksponerer derfor også transaksjonsrådgivere, eksempelvis advokater, konsulenter, meglere eller finansinstitusjoner, for tilsynsrisiko fra tilsynsmyndighetene hvis disse skulle delta som informanter.

### 2.3 Forskningsmetode

Metodevalget tar utgangspunkt i den samfunnsvitenskapelige metode, og det benyttes en kvalitativ metodefremgang for datautvinning. Den kvalitative tilnærmingen kan begrunnes på flere måter. For det første så er det potensielle datagrunnlaget avgrenset og ustandardisert. Dette presenterer flere potensielle statistiske feilkilder som resulterer i at kvantitative design anses som uegnet.

Et annet aspekt er at forskningstemaet er veldig smalt og kunnskapsgrunnlaget er derfor fragmentert over flere fagfelt. Det vises her til metodelitteraturens anbefalinger der Johannessen et al. (2020) anfører at *“kvalitativ metode er særlig hensiktsmessig hvis vi skal undersøke fenomener som vi ikke kjenner særlig godt, og som er lite forsket på”* (s.23). Den kvalitative fremgangsmåten er også mer hensiktsmessig fordi det muliggjør en operasjonalisering av mine forkunnskaper som forsker. Det vises her til Hellevik (1999) som beskriver kvalitative metoder som

*“metoder der bruken av data er mindre systematisk [enn ved kvantitative metoder]. En forsker innenfor den kvalitative tradisjonen baserer seg på sin evne til å [...] oppfatte et mønster i det mangfoldet av sanseinntrykk en mottar”* (s.13).

Den kvalitative forskningsdesignet i dette prosjektet utføres gjennom et fenomenologisk studie. Det vises her til Johannessen et al. sine generelle beskrivelser av det fenomenologiske designmålet som et mål som sikter til å

*“ikke eliminere det subjektive og strekke seg mot objektivitet, men det motsatte- å få frem enkeltpersoners subjektive opplevelser av hendelser, situasjoner eller fenomener”* (Johannessen et al., 2020, s.170).

Metoden for datainnsamling er derimot restriktiv i dette studiet grunnet de etiske retningslinjene til Den nasjonale forskningsetiske komité for samfunnsvitenskap og humaniora (NESH, 2021). Retningslinjene beskriver flere forutsetninger for forskning i Norge der samtlige er relevante for dette studiet. Utfra den kontekstuelle virkeligheten til forskningstemaet så er det flere forutsetninger som ikke kan oppnås ved enhver metode.

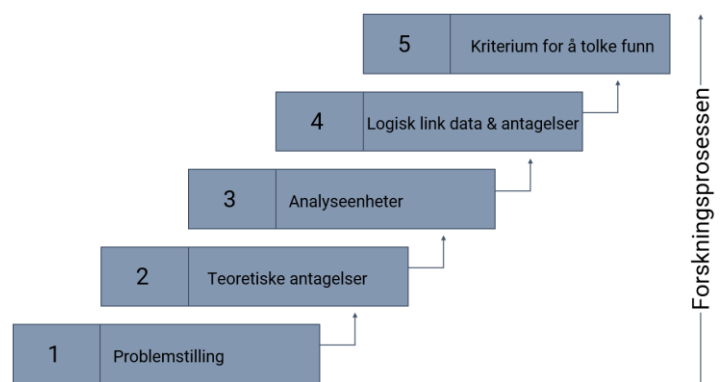
Retningslinjenes punkt 20 krever at potensielle informanter skal kunne garanteres en anonymitet. Retningslinjenes punkt 21 krever at innhentet empiri skal kunne garanteres å bli behandlet med konfidensialitet og taushetsplikt. Disse forutsetningene er ikke mulig å oppfylle ved kvalitative intervjuer eller spørreundersøkelser av potensielle informanter. Som tidligere nevnt er det statlige organer som kan tilsidesette taushetsplikten og få tilgang til materialet. Dette innebærer at potensielle informanter ikke kan snakke åpent uten frykt for tilsyn. Resulterende er at potensielle informanter kan filtrere sine tanker, virkelighetsforståelse og handlemåter for å sensurere eventuelle lovstridige praksiser. Dette medbringer en for stor feilkilde til at intervjuer og spørreundersøkelser anses som egnet.

En dokumentstudie av aktive avtaler hadde også kommet i konflikt med de etiske retningslinjene. Det vises til at avtalene kan potensielt identifiseres av oppgavens lesere. Hvis disse avtalene er av en art som tilsier et tilsynsbehov hadde denne fremgangsmåten kommet i konflikt med retningslinjenes punkt 28. Punkt 28 konstaterer at forskningsdeltagere ikke skal bli utsatt for skade og urimelig belastning som følge av forskningen. En eventuell tilsynssak som involverer Finanstilsynet hadde helt klart vært belastende i prosessen, og kan resultere i permanente omdømmetap. Potensielle straffeforfølgelser som følge av at avtalene ble identifisert i forskningsprosjektet hadde også vært et klart brudd på punkt 28.

Aktive avtaler kan også potensielt utløse en varslingsplikt etter retningslinjenes punkt 22. Retningslinjebestemmelsen konstaterer at forskere må varsle når deltagerne er en fare for seg selv eller andre. Hvis det fremkommer at avtalen er i strid med loven ville dette medføre en varslingsplikt. Det antas at denne varslingsplikten er både ovenfor avtalepartene og tilsynsmyndigheter.

Metodeframgangen må som følge av de etiske forutsetningene tilpasses slik at forskningen er i henhold til bestemmelsene.

Som primærmetode benyttes det en cross case dokumentstudie av tidligere mastergradsoppgaver innenfor forskningsfeltet eiendomsopsjoner. Valget av cross case analyser kan begrunnes med at Johannessen et al. (2020) sier at *“cross-case analyser kan utføres [...] dersom de enkelte casestudiene er gjennomført som uavhengige studier. [...] Cross-case-analyser er gjerne temasentrert på tvers av datamaterialet. Det er temaene som er sentralt i analysen.”* (s. 213). Det utføres ikke noen selvstendig empiriinnhenting i studiet og fasene i casedesignet følger figur 1 “femtrinns komponentmodell” av Yin (Johannessen et al., 2020, s. 215):



Figur 1: Fasene i et casedesign av Robert K. Yin (Johannessen et al., 2020, s. 215).

Utvelgelsen av opsjonsavtaler er foretatt med grunnlag i en teoribasert utvelgelse. Johannessen et al. (2020) beskriver utvelgelsen som et utvalg av *“[...] hendelser, tidsperioder eller mennesker knyttet til en teori”* (s. 65). Videre utdyper Johannesen at det skilles mellom tre former for utvelgelse; økonomiske, sosiale og kulturelle. I dette studiet utvelges kjøpsopsjonsavtaler fra tidligere masteroppgaver basert på følgende teoribaserte vilkår:

1. Det er en sannsynlighetsovervekt som tilsier at avtalene er skrevet før 2018 (implementeringsåret for MiFID II endringene i verdipapirhandelloven).
2. Avtalene er av en økonomisk karakter mellom en grunneier og en eiendomsutvikler og knyttet til en konkret men uidentifiserbar eiendom
3. Avtalene gjelder utvikling av eiendommen til bolig, næring- eller andre kommersielle formål. Utviklingsformålet kan ikke være med utgangspunkt i ideelle formål som eksempelvis naturvern eller idrett.

Totalt er det utvalgt tre avtaler fra tidligere mastergradsoppgaver ved universitetet som møter disse kriteriene. De etiske retningslinjene er tolket slik at utløpte, eldre, allmennkjente og offentlig tilgjengelige avtaler ikke kan anses å være beskyttet mot dette forskningsprosjektet. De overnevnte faktorene antas å usannsynliggjøre tilsyn eller straffeforfølgelse samt at slike eventuelle hendelser ikke kan direkte knyttes til prosjektet men heller at avtalene allerede er allmennkjente.

Avtaleantallet som benyttes er subjektivt sett relativt lite, men et naturlig resultat av et smalt forskningsområde og strenge etiske retningslinjer som diskvalifiserer de fleste aktuelle avtaler fra forskningsprosjektet. Antallet empiriske dokumenter er også logisk ettersom prosjektet sikter til å vektlegge en teoretisk utredning som deretter testes mot disse typiske enkelttilfellene identifisert i empiriinnsamlingen. De tre avtalene som benyttes er ekstrahert fra følgende masteroppgaver:

Uldal, Sigurd Bergersen (2022): *Bruk av opsjonsavtaler ved erverv av areal til senere utvikling: en studie blant eiendomsutviklere på Sørlandet og Østlandet*

Hille-Dahl, Johan Berntsen (2018): *Opsjonsavtaler: en studie blant eiendomsutviklere i Norge*

Hval, Per Gunnar & Lunde, Simen (2020): *Opsjonsavtaler sett fra grunneiers ståsted*

Den fenomenologiske tilnærmingen i denne mastergradsoppgaven undersøker hvilke veivalg avtalepartene har gjort og setter disse i kontrast med forhandlingsrommet avtalepartene rent teoretisk har. Studiet tar derfor sikte på å analysere informantene gjennom deres handlinger fremfor deres direkte tanker og det er derfor påfølgende brukt en abduktiv resoneringskarakter i analysen. Mathiesen og Eeg (2022) sier at “*En abduktiv tilnærming fordrer med andre ord at det er dialog mellom teori og empiri, hvor teorien bidrar til å forstå empirien, men også at empirien og analyse bidrar til å utvikle teorien*” (s. 9)

Abduksjonen i masteroppgaven baserer seg på en logikk som forutsetter koherentisme i dialogen mellom teorien og empirien. Koherentisme er ifølge Heine Alexander Holmen (2021)

“*[...] en teori [...] som sier at noe kan sies å være kunnskap, eller en begrunnet antagelse, kun dersom det kan være kjent eller begrunnet i kraft av dets relasjon til annen kunnskap eller annen begrunnet antagelse, og da spesielt i kraft av å tilhøre et koherent system [...]*”.

Koherentismen er altså å forstå empirien og teorien som en del av et større system av kunnskap og der elementene i kunnskapssystemet må sammenfalle. Denne analysen og forståelsen blir i oppgaven utført med et eiendomsfaglig analyseperspektiv farget av det økonomiske perspektivet på opsjonsavtaler.

## 2.4 Etiske avveininger og avgrensninger

Mastergradsoppgaven følger forskningsetikkloven (2017). Det vises til lovens §1 som fastsetter at forskningen skal skje i henhold til anerkjente forskningsetiske normer. Etter lovens § 9 er det oppnevnt nasjonale forskningsetiske komiteer som skal etablere normene. For denne mastergradsoppgaven faller forskningen under fagområdet til Den nasjonale forskningsetiske komité for samfunnsvitenskap og humaniora (NESH, 2021). Komitéen har utarbeidet retningslinjer for forskningsarbeid innen samfunnsvitenskap, og etterlevelsen av disse retningslinjene var en av hovedprioritetene i prosjektet. Et sentralt moment som var viktig å følge var retningslinjene i del B –*hensyn til personer*.

‘Sikt –kunnskapssektorens tjenesteleverandør’ skriver på sine nettsider at forskningsarbeid uten personopplysninger ikke trenger å sende en søknad om tillatelse til å innhente slik informasjon (Sikt, 2023). Det er derfor ikke sendt inn søknad ettersom metoden ikke behandler personopplysninger.



## 2.5 Forskningskvalitet

Kvalitetssikringen av forskningsarbeidet følger retningslinjene presentert av Johannessen et al. Johannessen et al. (2020) viser til at det er uenigheter ved hvordan kvalitetssikringen av kvalitative forskningsprosjekter skal gjøres (s. 249). På den ene siden viser Johannessen et al. til Kvale og Brinkmann som mener at kvalitetsevalueringen av kvalitative og kvantitative metoder er lik. På den andre siden viser Johannessen et al. til Guba og Lincoln som mener at kvalitative metoder må vurderes på en annen måte ved hjelp av en særegen logikk. Johannessen et al. (2020) mener selv at “[...] *det ved kvalitative studier ikke er snakk om enten eller, men både og*” (s. 249). Det benyttes derfor en kombinasjonstilnærming av kvalitetssikringen der en både tar stilling til særegen logikk, og vurderingen av pålitelighet, troverdighet og overførbarhet. Videre tilnærmes kvalitetssikringen av den empiriske datainnsamlingen med konstateringen til LeCompte & Goetz (1982) som sier at “*å oppnå absolutt validitet og reliabilitet er et umulig mål for enhver forskningsmodell*” (s. 55).

### 2.5.1 Reliabilitet

Påliteligheten, eller reliabiliteten, til et datasett defineres av Johannessen et al. som hvor pålitelig det innsamlede datagrunnlaget er. Etter Johannessens syn er et fokus på reliabilitet innenfor kvalitative studier en lite hensiktsmessig tilnærming når en vurderer arbeidets forskningskvalitet. Johannessen et al. (2020) viser særlig til at “[...] *observasjoner er klart verdiladet og kontekstavhengige. Det vil være umulig for en annen forsker å duplisere en annen kvalitativ forskers forskning*” (s. 250). Johannessen et al. mener at dette blant annet er grunnet at man bruker “[...] *som forsker seg selv som instrument*” (s. 250). I stedet mener Johannessen et al. at “*forskeren kan styrke påliteligheten ved å gi leseren inngående beskrivelse av konteksten [...] og en åpen og detaljert fremstilling av fremgangsmåten under hele forskningsprosessen*” (s. 250).

Under mastergradsarbeidet har det derfor vært et helhetlig fokus på å kunne dokumentere så mye som mulig av forskningsarbeidet. Videre har utformingen av masteroppgaven vært preget av de tidligere nevnte etiske hensyn. Behovet for informantskjerming har ført til at datasettet stammer fra forskjellige forskere som innebærer at det har vært brukt forskjellige ‘måleinstrumenter’ hvis en følger analogien til Johannessen et al. Dette kan ha en negativ implikasjon på påliteligheten men utfra mitt subjektive syn så har det styrket reliabiliteten. Forskerne som datasettene stammer fra kan ha vidt forskjellige personligheter og utgangspunkt som bidrar til å sikre mot at opsjonsavtalene stammer fra særtilfeller eller anomale eiendomsutviklingsprosjekter.

Avslutningsvis bør det bemerkes at hele datasettet stammer fra før 2018. Det kan ha oppstått systematiske endringer i risikofordelingen mellom partene, samt opsjonsstrukturene som følge av implementeringen av MiFID II i verdipapirhandelloven. Denne utviklingen er ikke fanget opp i datasettet og oppgaven begrunner sine antagelser og konklusjoner med det tidligere nevnte koherentistiske teoriperspektivet. Det bør derfor påpekes at enkelte av konklusjonene bygger på prediksjoner fremfor et empirisk datagrunnlag.

Helhetlig kan reliabiliteten derfor subjektivt vurderes som noe variabel, men samtidig konsistent utfra de reelle forutsetningene som var tilstede.

### 2.5.2 Validitet

Johannessen et al. (2020) beskriver validitet som “[...] *hvor godt, eller relevant, data representerer fenomenet*” (s. 43). Johannessen et al. skiller videre mellom intern og ekstern validitet. Indre validitet er slik Johannessen et al. ser det hvorvidt en studie undersøker det den har som hensikt å undersøke. Ifølge Johannessen et al. er det to relevante metoder for dette mastergradsarbeidet som kan sikre en god indre validitet.

Den første er kvalitetssikring gjennom vedvarende observasjon. Vedvarende observasjon er ifølge Johannessen et al. at forskeren investerer nok tid til å bli godt kjent med feltet slik at en kan identifisere relevant og ikke relevant informasjon. En slik fremgangsmetode har vært brukt i dette forskningsprosjektet. Det er opparbeidet en flerårig arbeidskompetanse innenfor forskningstemaet der kunnskapen har blitt utviklet både praktisk og teoretisk i prosessen. Det har også vært et mål å skrive om eiendomsopsjoner helt siden studiestart. Det bør i tillegg påpekes at en del av forarbeidene til mastergradsoppgaven har vært å velge relevante valgfag innenfor finans. Tematikktilnærmingen er derfor planlagt over en lengre periode der kunnskapsforberedelsene i oppløpet til analysearbeidet har vært tilfredsstillende.

Den andre metoden Johannessen et al. nevner for å styrke troverdighet er å tilbakeføre resultatene til informantene. Dette var ikke tilfellet i dette studiet og det må anerkjennes at mangelen på direkte tilgang til informantenes hverdagsvirkelighet og tanker kan ha en negativ effekt på validiteten.

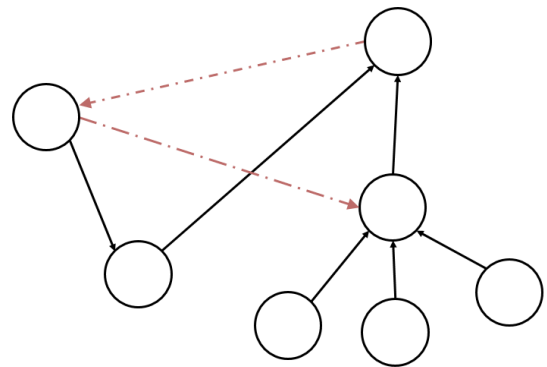
Ytre validitet er ifølge Johannessen et al. hvorvidt et studies funn kan overføres til andre tilsvarende eller nærliggende fenomener. Johannessen et al. (2020) skriver at en ikke generaliserer men overfører informasjon i kvalitative studier fordi å generalisere “[...] gir assosiasjoner til statistisk generalisering og kvantitative studier”. (s. 251). Videre sier Johannessen at “[...] en studies overførbarhet styrkes [...] gjennom fyldige beskrivelser av detaljene som inngår i en kultur eller et fenomen” (s. 251). Studiets beskrivelsesbehov er ivaretatt gjennom fyldige metodebeskrivelser samt beskrivelser av fremgangsmåten. Utfra en subjektiv vurdering kan kunnskapen til en viss grad overføres til de fleste eiendomsopsjonsmarkeder i Norge. Studien er derimot kun indikativ.

## 2.6 Operasjonalisering av analyse og drøftelse

Analysen og drøftelsen i kapittel 5 kommer til å følge et bestemt tanke-system for å bearbeide innsamlet dokumentempiri og det teoretiske utgangspunktet slik at problemstillingene kan undersøkes. Gjennomtenkingen av problemstillingene sikter til å koble sammen empirien og teorien.

Teorien og empirien sammenkobles gjennom egne drøftelser og refleksjoner som tar utgangspunkt i å sammensette funnene og eventuelle konklusjoner til et koherent argument. De koherente argumentene er ment å presentere potensielle nye koblinger i det teoretiske utgangspunktet ved bruk av empirien. Målet er derfor ikke å komme frem til selvstendige konklusjoner, men heller å forsøke å plassere den undersøkte opsjonstypen i kontekst av etablert kunnskap.

Hvis argumentasjonen og eventuelle konklusjoner ikke samsvarer med drøftelsene til dokumentenes opprinnelige kilder blir dette kommentert i den grad det er relevant for drøftelsen. Målet kan representeres grafisk slik sett i figur 2.



Figur 2: Koherentistisk kunnskap. Sirklene er etablert kunnskap, svarte piler er etablerte kunnskapskoblinger, røde piler er nye potensielle koblinger som drøftes i studiet. Egenprodusert

Drøftelsen av problemstillingene gjøres separat før eventuelle konklusjoner samlet benyttes til å underbygge en undersøkelse av hovedproblemstillingen. Hensikten med dette er å segmentert belyse forskjellige nyanser av hovedproblemstillingen før drøftelsene kobles sammen.

## Kapittel 3 Teori

### 3.1 Innledning

Litteratursøket identifiserte et begrenset antall norske kilder som omhandlet forskjellige aspekter vedrørende avtalepartenes risikobilde i binære asset-or-nothing opsjoner på LNFR arealer i Norge. Det er ikke foretatt utenlandske litteratursøk ettersom temaet anses som særnorsk med tanke på LNFR aspektet. I relevant faglitteratur var det kun enkeltkomponenter av forskningstemaet som ble beskrevet uten at det var satt i kontekst av tematikkens helhetlige bilde. Forskningsfeltet kan derfor beskrives i all hovedsak som relativt fragmentert og lite undersøkt i et helhetlig bilde.

Tematikken er videre flerdisiplinært der forskjellige fagperspektiver møtes og samhandler ved å ta for seg forskjellige aspekter og elementer av temaet. Denne flerfaglige samhandlingen har ført til samtlige forståelser av konseptet, og det er blant annet identifisert avvik mellom norsk og internasjonal litteratur innen feltet. Hva som er riktig teoretisk utgangspunkt innenfor opsjonstematikken og eiendomsutvikling som en helhetlig prosess avhenger derfor av hvilket synsutgangspunkt som forutsettes.

Dette teorikapittelet er derfor ment å fremheve hvilke perspektiver, konsepter og antagelser som legges til grunn i senere analyser. Det må sees i sammenheng med det overordnede koherentistiske metodeperspektivet som brukes i oppgaven til å komme frem til argumenter og eventuelle konklusjoner. Informasjonsfragmentene presenteres derfor kontekstuellet med et hovedfokus på det helhetlige bildet.

Teorikapittelets hensikt er derfor ikke ment å være en komprimert lærebok, men snarere et teoretisk overblikk med fokus på teoriens konsekvenser for problemstillingene. Det legges derfor vekt på årsakssammenheng, og å samhandle konseptene inn i et sammenhengende teorigrunnlag. Det antas at leseren har noen generelle forkunnskaper om tematikken og at teoridelen ikke er ment å gå utover å oppfriske forkunnskapene.

Kapittelet beskriver innledende den generelle eiendomsutviklingsprosessen og typiske avtaleformer innen eiendomsutvikling. Deretter beskrives det relevante lovverket og forvaltningspraksisen for eiendomsutvikling av LNFR regulerte arealer. Påfølgende beskrives prosessen der opsjonsavtaler er et ledd i målet om å oppnå regulatoriske arbitrasjemuligheter. Avslutningsvis beskrives partenes forhandlings- og fordelingsrom av risikomomentene i kontraktene.

### 3.2 Utviklingen i eiendomsbransjen og eiendomsutviklingsprosessen

Den moderne norske eiendomsbransjen blomstret ifølge Eiendomsbransjen (2023) opp på 1980-tallet etter at opphøret av kreditttrasjonering og kredittregulering førte til bankkrisen. Ifølge organisasjonen var det statlige inngrepet i bankenes egenkapital en katalysator for bransjen ettersom bankenes eiendomsporteføljer måtte selges. Disse bankporteføljene var store og salgene ga rom for aktører som etablerte profesjonelle eiendomsselskap som utelukkende fokuserte på drift og utvikling av eiendom. Utviklingen av profesjonelle eiendomsselskap innebar og muliggjorde en modernisering av eiendomsutviklingen i Norge.

Dagens bruk av opsjonsavtaler på eiendom er derfor en konsekvens av denne profesjonaliseringen og brukes nå som et ledd i de profesjonelle selskaperens utviklingsvirksomhet. Hva denne eiendomsutviklingsvirksomheten innebærer og medfører avhenger i stor grad av hvilket perspektiv en bruker. Det er derfor nødvendig å innlede teorigrunnlaget med å klargjøre hvilket perspektiv som anvendes på de underliggende konseptene eiendom og eiendomsrett.

Sevtdal & Sky konstaterer at “[...] fenomenet eiendom er et tema i flere disipliner” (Sevtdal & Sky, 2003, s.20). Sevtdal & Sky viser blant annet til at det er juridiske, økonomiske, sosiologiske, filosofiske og teologiske perspektiv på hva eiendom og eiendomsrett materielt innebærer. Det teoretiske utgangspunktet for ‘eiendom’ i denne oppgaven følger det juridiske utgangspunktet til Bergsholm (2016). Bergsholm viser til Høyesterettsdommen HR-2011-1071-A ‘Jæren energi dommen’ for den klassiske juridiske definisjonen av eiendomsretten. Ifølge Bergsholm sies det i dommen at eiendomsretten

“[...] gir eieren rett til å råde rettslig og faktisk over en ting eller en fast eiendom så langt dette ikke er forbudt ved lov eller strider mot rettigheter som tilkommer andre. Det sies dessuten at eieren kan hindre andre i å disponere eller bruke tingen eller eiendommen” (s. 27).

Videre konstaterer Bergsholm at “som fast eiendom er det vanlig å regne grunnen og det som er varig tilknyttet til grunnen” (s.29). Objekter som er varig tilknyttet grunnen kan være trær, grusforekomster eller bygninger.

Med bakgrunn i det juridiske perspektivet på eiendom vil det i denne masteroppgaven benyttes et økonomiteoretisk perspektiv på eiendomsutviklingsprosessen. Det vises derfor til Ness & Øyasæter som sier at eiendomsutviklingsprosessen “[...] handler om å skape økonomiske verdier gjennom utvikling [...] av eiendommer fra et arealformål til et annet [...]” (Ness & Øyasæter, 2018, s. 11). I oppgaven avgrensens forståelsen av den økonomiske verdiutviklingen til kun å tilfalle grunneier og eiendomsutvikleren. Verdiutviklingen kan naturligvis tilfalle andre i samfunnet enten direkte økonomisk eller gjennom andre verdier som nye bo- eller brukstilbud. Imidlertid vil slike verdiskapninger falle utenfor masteroppgavens avgrensning ettersom temaet er risikofordeling mellom avtalepartene i en eiendomsopsjon.

Ness & Øyasæter deler eiendomsutviklingsprosessen inn i fire hovedfaser som betegnes som tidligfase, reguleringsfase, utbyggingsfase og driftsfase. I tidligfasen utføres det ifølge Peiser & Frej (2003) mulighetsstudier og akkvisisjon av eiendom. Bærug & Unneberg (2008) fremhever at akkvisisjonen av eiendom kan deles inn i underkategoriene søk og erverv. Ifølge Bærug & Unneberg er ervervet “[...] den delen der utvikler sikrer seg tilstrekkelig kontroll over tomte, enten ved direkte kjøp eller på annen måte” (s. 160). Bærug & Unneberg utdyper videre at akkvisisjonsdelen av eiendomsutviklingsprosessen nesten alltid kommer tidlig i prosessen.

Den tilstrekkelige kontrollen er ment å sikre at eiendomsutvikleren kan påbegynne de neste trinnene i eiendomsutviklingsprosessen. Eiendomsutvikleren må sikre tilstrekkelig kontroll over de konkrete aktuelle arealene fordi den videre eiendomsutviklingsprosessen er stedfestet. Som vi senere skal komme inn på er det norske eiendomslovverket strukturert slik at endringer av arealformål er geografisk konkret for et bestemt areal. Når man får en byggetillatelse, eller får omregulert et arealformål, er dette kun gjeldende innenfor et spesifikt geografisk område. En kan eksempelvis ikke få tildelt en ustedfestet kvadratsum med et særegent arealformål av planmyndighetene. Det betyr derfor at de påfølgende fasene i eiendomsutviklingsprosessen er direkte tilknyttet til en bestemt eiendom.

Grunneier eller relevant rettighetshaver av eiendommen har derfor monopol på utviklingen av den aktuelle eiendommen. Eiendomsutvikling skiller seg derfor fra andre produktutviklingsprosesser ved at det ikke finnes et direkte substitutt hvis en ikke klarer å erverve en konkret eiendom. Det betyr, sett utfra et økonomisk perspektiv, at en rasjonell eiendomsutvikler ikke kommer til å investere tid og midler i reguleringsfasen før arealene er tilstrekkelig sikret. Uten denne typen sikring løper eiendomsutvikleren en risiko for at grunneieren velger å ikke selge til eiendomsutvikleren som har investert midler og arbeid i eiendommens utvikling. Å erverve tilstrekkelig kontroll over de aktuelle arealene er derfor en forutsetning for den videre eiendomsutviklingsprosessen beskrevet av Ness & Øyasæter.

### 3.3 Avtaleformer for erverv av eiendomsrett eller tilstrekkelig tomtekontroll

Akkvisisjonen av måleieendommen kan gjøres på flere måter, men i dette delkapittelet avgrensens akkvisisjonsmetoden til at grunneier selger seg helt ut for et pengevederlag. Det sentrale elementet i en slik akkvisisjon er sikringen av en rettighet gjennom avtale slik at eiendommen avhendes og overføres fra en part til en annen. I denne masteroppgaven innebærer dette altså at eiendommen frivillig avhendes fra grunneieren til eiendomsutvikleren.

Når en fast eiendom avhendes og overføres frivillig fra en part til en annen reguleres dette av avhendingslova (1992). Prosessen betegnes som et salg grunnet det forutsatte pengevederlaget. Nordtveit (2022) påpeker at det ved avhendinger etter avhendingslova er eiendomsretten som overføres, ikke eventuelle andre avgrensede rettigheter. Bergsholm (2016) beskriver den tradisjonelle avhendingsprosessen som todelt. Først forplikter partene seg til å overføre eiendomsretten i en avtale for deretter å overføre skjøtet.

Avtaleformene som skal sikre denne avhendingen av eiendomsretten kan ha forskjellige kombinasjoner av avtaleelementene *avhendingsstidspunkt* og *partenes avhendingsplikt*. Avhendingsstidspunktet er når eiendommen avhendes, og dette kan være i form av en konkret dato og klokkeslett eller når en konkret begivenhet inntreffer. Partenes avhendingsplikt i avtaleformene kan gjelde for begge eller kun en av partene der plikten er å utføre overføringen av eiendommen for den konkrete parten. Avtaleformene direktekjøpsavtale, betinget kjøpsavtale og opsjonsavtale blir beskrevet i dette delkapittelet. Hensikten er å konkret definere den økonomiske fagdefinisjonen av en opsjonsavtale ved å fremheve kontrastene avtaleformen har i forhold til direktekjøpsavtaler og betingede kjøpsavtaler.



### 3.3.1 Direktekjøpsavtale

Kontraktformen er den mest tradisjonelle avtaleformen for akkvisisjon av fast eiendom. Her er begge partene forpliktet til å gjennomføre en avhending der kjøperen yter vederlag og selgeren yter skjøtet eller den fysiske bruken av eiendommen (Bergsholm, 2016). Avhendingstidspunktet er når partene har overlevert sin ytelse, og vil ofte være en tidsperiode i form av en dato og klokkeslettintervall betegnet på folkemunne som overlevering. Etter avhendingsloven anses avhendingen som fullført etter overleveringen av ytelsene og eiendommen har påfølgende skiftet eierskap. Fra avtaleinngåelse til avhending er det som oftest en relativt kort tidsperiode for de fleste direktekjøpsavtaler.

### 3.3.2 Betinget kjøpsavtale

En betinget kjøpsavtale er en variasjon av en direktekjøpsavtale hvor avtaleelementene avhendingstidspunkt og avhendingsplikt er modifisert. Bjørkholt (2017) sier at “ved et betinget kjøp har utvikler [...] en plikt til å overta eiendommen dersom eller når definerte betingelser har kommet på plass” (s. 1).

Avtaleelementene avhendingstidspunkt og avhendingsplikt er med andre ord resultatavhengig av når betingelsene inntreffer. Avhendingstidspunktet er ikke konkret fastsatt i tid i form av en gitt dato og klokkeslett, men heller når definert begivenhet finner sted. Det kan være en endring som enten er garantert å skje eller usikker. Kjøperens rett eller plikt til å erverve eiendommen trer derfor ikke inn før avtalebetingelsene har funnet sted ved en antitetisk tolkning. Det samme gjelder for selgeren. Avhendingsprosessen kan derfor sies å ikke være påbegynt ved avtaleinngåelsen.

### 3.3.3 Ordinær opsjonsavtale

Det finnes mange varianter av opsjonsavtaler. Overordnet definerer CFA instituttet (2022 a) opsjoner som

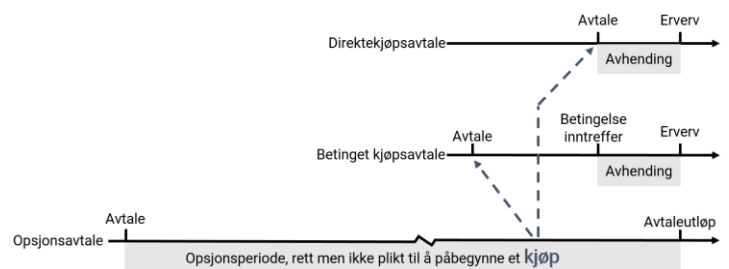
“[...] et derivat der en part, kjøperen, betaler en pengesum til den andre parten, selgeren, og får rettigheten til å enten kjøpe eller selge et underliggende aktivum for en pris enten på en fastsatt utløpsdato eller på et hvilket som helst tidspunkt før utløpsdatoen” (s. 171, egenoversatt).

Instituttets definisjon er en bred og vidtrekkende parapydefinisjon. Noe forenklet, konstaterer definisjonen at en opsjon er en rett, men ikke en plikt, til å enten kjøpe eller selge en eiendom for en fastsatt pris i en gitt tidsperiode i framtiden. I eiendomsutviklingsprosessen beskrevet av Ness & Øyasæter vil det i de fleste tilfeller være eiendomsutvikleren som kjøper en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eiendommen av grunneier (Ness & Øyasæter, 2018).

Det bør videre fremheves at CFA instituttets definisjon inneholder et viktig element som ikke er nevnt i den egenproduserte forenklete definisjonen. Instituttet påpeker fra starten av at opsjoner faller under en kategori av finansielle instrumenter som betegnes som derivater (CFA, 2022 a).

Instituttet definerer derivater som “et finansielt instrument som derivierer sin prestasjon fra prestasjonen til det underliggende aktivumet” (s. 150, egenoversatt). Ettersom rettigheten er selvstendig innebærer dette at den ikke faller under Bergsholms todelte avhendingsprosess. Opsjonsrettigheten er ikke selve kjøpsavtalen mellom partene, men en selvstendig avtale og finansielt instrument. Det innebærer derfor at det heller ikke etter Nordtveits syn er igangsatt en avhendelse etter avhendelseslova når opsjonen omsettes. Momentet er viktig senere i teoridelen grunnet regulatoriske hensyn. Imidlertid er det viktigst nå å framheve at det partene omsetter i en opsjonsavtale er avhendingsrettigheten til den faktiske faste eiendommen.

Skjematisk kan forskjellen mellom direktekjøpsavtaler, betingede kjøpsavtaler og kjøpsopsjonsavtaler illustreres som følgende:

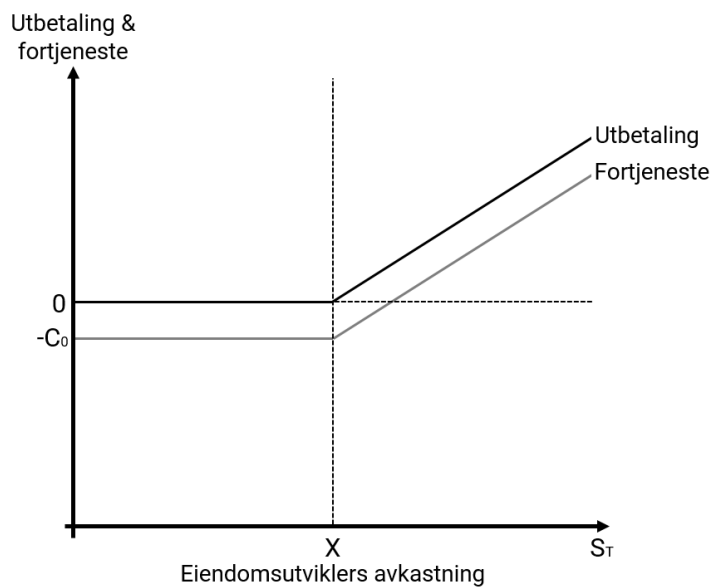


Figur 3: Skjematisk representasjon av forskjellene mellom direktekjøpsavtale, betinget kjøpsavtale og kjøpsopsjonsavtaler. Egenprodusert.

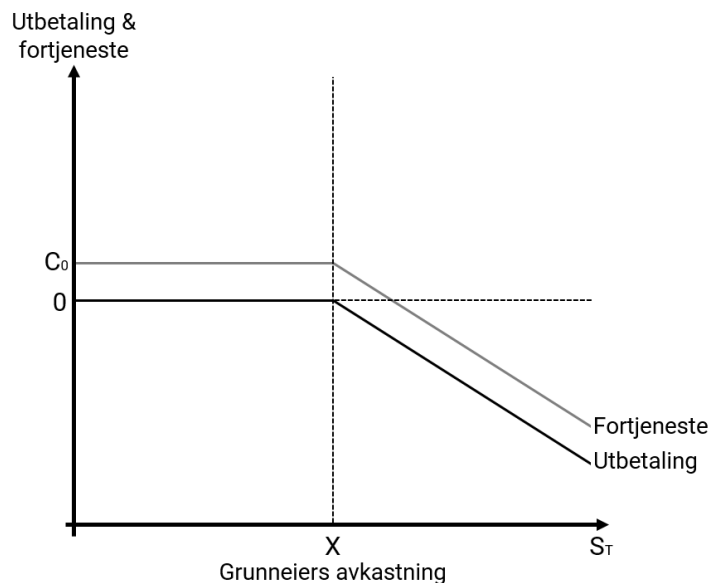
Den skjematiske framstillingen egnes også til å forklare de to pengeflytkomponentene ved en utøvd kjøpsopsjon. Den første komponenten er det CFA instituttet betegner som ‘opsjonens premium’ (CFA, 2022 a). Det er pengesummen eiendomsutvikleren betaler for å få erverve kjøpsopsjonsrettigheten av grunneieren. Den andre komponenten er det instituttet betegner som utøvelsesprisen eller ‘strike price’. Dette er den avtalte kjøpsprisen av eiendommen. Prisen kan enten være lik, over eller under markedsprisen eiendommen hadde blitt omsatt for i det frie markedet.

Markedsprisen betegnes som 'par value'. Hvis utøvelsesprisen er lavere enn markedsprisen på eiendommen betegnes opsjonen som 'in the money'. Hvis utøvelsesprisen er høyere enn markedsprisen på eiendommen betegnes opsjonen som 'out of the money'. Kaplan University (2015) sier det er et lineært forhold mellom verdien på en opsjon og prisen på det underliggende aktivumet. Hvis prisen på eiendommen går opp etter opsjonsavtaleinngåelsen vil opsjonsverdien også gå opp. Det samme gjelder hvis prisen går ned.

Opsjonspremien grunneier får for salget av opsjonen vil derfor også direkte avhenge av differansen mellom eiendommens markedsverdi og strike price-en. Skjematisk kan avkastningen for en opsjon presenteres i form av figuren nedenfor:



Figur 4: Eiendomsutviklers avkastning.  $0=0kr$ ,  $-C_0$ = opsjonens premium,  $X$ =utøvelsesprisen og  $S_T$ =eiendommens markedsverdi. Egenprodusert.



Figur 5: Grunneiers avkastning.  $0=0kr$ ,  $C_0$ = opsjonens premium,  $X$ =utøvelsesprisen og  $S_T$ =eiendommens markedsverdi. Egenprodusert.

Det opsjonsfortjeneste grafen for eiendomsutvikleren konkret viser er at verdistigningen på eiendommen må være større enn opsjonspremien for at eiendomsutvikleren sitter igjen med en fortjeneste. Fortjenesten blir større desto større differansen er mellom  $X$  (utøvelsesprisen) og  $S_T$  (eiendommens markedsverdi). På den andre siden viser opsjonsfortjenestegrafen for grunneieren det motsatte. Jo større differansen er mellom  $X$  og  $S_T$  desto mer taper grunneieren ifølge modellen.

Ifølge CFA instituttet (2022 a) er "[...] selgerens utbetaling eller fortjeneste det inverse av [...] kjøperens utbetaling eller fortjeneste" (s. 176, egenoversatt). Det er fordi opsjonskontrakter i seg selv betegnes av CFA instituttet som et nullsumspill. Når en grunneier har forpliktet seg til å selge under en mulig fremtidig markedsverdi taper grunneieren en mulig fortjeneste av å selge i det åpne markedet. På samme måte sitter grunneieren igjen med opsjonspremien hvis verdien på eiendommen aldri går over totalsummen av utøvelsesprisen og opsjonspremien, fordi det ikke lønner seg for eiendomsutvikleren å innløse.

Det er imidlertid svært viktig å presisere at figur 4 og figur 5 kun reflekterer avtaleforholdet i selve opsjonsavtalen. Den reflekterer ikke partsforholdet i det underliggende aktivumet som er eiendommen med den påfølgende eiendomsutviklingsprosessen. Modellen fanger ikke opp partenes investering av ressurser i eiendomsutviklingsprosessen beskrevet av Ness & Øyasæter.

Det modellen viser er fortjenesten partene får av å overføre risiko. CFA instituttet (2022 a) konstaterer at "derivater ligner på forsikring ved at begge tillater overføringen av risiko fra en part til den andre" (s. 151, egenoversatt).

### 3.4 Risiko og risikomomenter i eiendomsutviklingsprosessen

Delkapittelet har som hensikt å beskrive enkelte sentrale risikoelementer som grunneier og eiendomsutvikler kan overføre seg imellom etter kjøpsopsjonsavtaleinngåelsen. Av praktiske hensyn antas det at eiendomsutvikleren besitter eiendomsutviklingsprosessen frem til utbyggingsfasen er ferdigstilt og eiendommen avhendes til aktører som opererer innen driftsfasen av eiendomsutvikling. Hvordan og i hvilken utstrekning risikoen blir overført vil variere utfra de konkrete opsjonsavtalene, men overordnet er det enkelte sentrale risikogjengangere.

Beskrivelsen av prosessrelevante risikomomenter krever at det underliggende konseptet 'risiko' konkretiseres og avgrenses. Stahl, Lichtenstein og Mangan (2003) påpeker at tradisjonell risikohåndteringslære anser konseptet risiko som et objektive konsept. Imidlertid argumenterer Stahl et al. for at risiko bør anses som sosiale konstruksjoner fremfor at risiko blir behandlet som objektive realiteter. Perspektivet innebærer at det er flere tilnærminger til risiko som konsept, og at forståelsen er kulturelt- og individavhengig.

I denne masteroppgaven følges en neoklassisk økonomiforståelse forbundet med et vestlig kulturperspektiv. Overordnet blir forholdet mellom risiko og avkastning beskrevet utfra det tradisjonelle og internasjonalt anerkjente neoklassiske perspektivet. Deretter blir risikomomentene presentert utfra et hovedsakelig norsk kulturperspektiv som anerkjenner europeiske og nordamerikanske kulturforståelser. Påfølgende vil derfor hovedfokuset være på risiko forbundet med finansiell teori. Imidlertid er masterteamet tverrfaglig, og enkelte momenter relatert til sosial risiko blir dermed kommentert avsluttende.

#### 3.4.1 Anvendt finansiell risikoteori

Den anvendte finansielle teorien som benyttes bør bemerkes å være et teoretisk utgangspunkt fremfor en nøyaktig modellering som kan nøyaktig gjenspeiles i empirien. Enkelte av de presenterte modellene har vært kritisert for å være for unøyaktige til å kunne benyttes i konkrete finansielle analyser (Roll, 1977). Imidlertid er modellene som brukes tilstrekkelige nok for formålet i oppgaven, og det er å beskrive hvordan risiko bedømmes utfra et økonomisk fagperspektiv. Den anvendte teorien forklarer tilstrekkelig hvorfor partene risikofordeler seg mellom og hensynene bak dette.

Som følge av denne oppklaringen vil derfor modeller og konsepter kun presenteres i den grad de er relevante for å fremheve aktuelle aspekter ved tematikken. Det kan derfor være at presentasjonen av modellene i enkelte arenaer er feil, men allikevel gjøres for å få frem det konkrete poenget som ønskes fremhevet når feilpresentasjonen er irrelevant og forenkler argumentet for leseren.

Overordnet kan avkastningen til et aktivum defineres som  $R=E(R)+U$  (Hiller et al., 2017, s. 323).  $R$  er den totale avkastningen til investeringen. Denne avkastningen består av en forventet avkastning  $E(R)$  og en uforventet avkastning  $U$ . Den forventede avkastningen betegnes som systematisk risiko og den uforventede risikoen betegnes som usystematisk risiko.

Hiller et al. (2017) definerer systematisk risiko som *“en risiko som påvirker et stort antall aktivum”* (s. 325, egenoversatt). Hiller et al. beskriver systematisk risiko derfor som markedsrisiko der risikoen stammer fra det helhetlige økonomiske markedet og markedssegmentet aktivumet befinner seg i. Videre anfører Hiller et al. at denne systematiske risikoen er kvantifiserbar og kan måles med en betakoeffisient ( $\beta$ ). Definisjonen på beta er *“mengden systematisk risiko tilstedeværende i et spesifikt aktivum relativt til det i et gjennomsnittlig risikofylt aktivum”* (s. 329, egenoversatt).

Utfra disse forutsetningene så mener Treynor, Sharpe, Lintner og Mossin at den systematiske risikoen  $E(R)$  kan beskrives gjennom CAPM modellen (French, 2003):

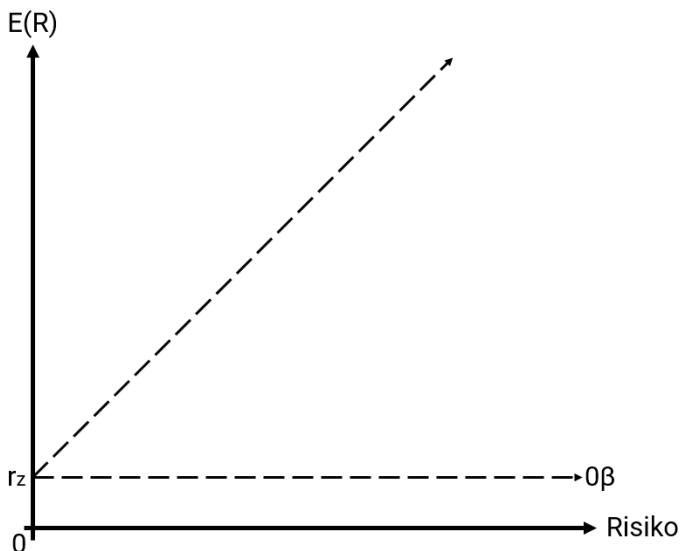
$$E(R) = R_f + \beta(E(R_m) - R_f)$$

$R_f$  er en hypotetisk risikofri rente for et lån som bærer ingen risiko.  $R_m$  er den forventede avkastningen fra markedet i prosent. Modellen reflekterer som følge av  $\beta$  aktivumets systematiske risiko som en del av den forventede avkastningen.

Black, Jensen og Scholes videreutviklet CAPM til Zero-Beta CAPM (zbCAPM) modellen der (Jensen et al., 1972, s. 42):

$$E(R) = R_z + (R_m - R_z)\beta$$

$R_z$  er avkastningen til en konstruert portefølje som har ingen systematisk risiko, altså en  $\beta$  på 0 hvor det ikke finnes noen varians (s. 44). zbCAPM kan grafisk representeres som sett i figur 6.



Figur 6: zbcAPM modellen, i den vanlige CAPM modellen er  $r_z$  byttet ut med  $r_f$

Det som er av betydning og viktig å bemerke seg med zbcAPM modellen er  $\beta$  koeffisienten.  $\beta$  er en måleenhet som måler kovariansen mellom den systematiske risikoen til en investering i forhold til markedet. Forenklet forklart er hensikten å måle hvor mye en markedsverdiendring i investeringen samsvarer med markedsverdiendringen til det helhetlige markedets gjennomsnitt.

Hvis  $\beta$  verdien er på 1 betyr dette at investeringens verdi går like mye opp eller ned som verdien på det gjennomsnittlige markedet. Hvis  $\beta$  verdien er 2 betyr det at verdisingningene er det dobbelte av markedet. En prosentvis endring i verdien på det gjennomsnittlige markedet fører til en dobbelt så stor prosentvis endring i den konkrete investeringen. Hvis  $\beta$  verdien er -1 er verdisingningene til investeringen invers av verdisingningene til markedet. Når en investering har en  $\beta$  på 0 er investeringen upåvirket av markedets svingninger, det er ingen kovarians mellom markedets og investeringens systematiske risiko. Ifølge modellen kan en investor alltid teoretisk sett investere i en slik 0  $\beta$  investering. Hvordan dette gjøres er ikke viktig, men poenget er at investeringen har en gitt kvantifiserbar avkastning ( $r_z$ ) som hadde vært fri for systematisk risiko.

Enhver investering måles derfor opp mot denne teoretiske 0  $\beta$  investeringen som er fri for systematisk risiko. For hver enhet systematisk risiko som pådras må derfor investoren kompenseres med et tilsvarende enheter avkastning ( $r_m$ ). Dette forholdet er lineært ifølge zbcAPM modellen når en ser på kun en investering. Oppsummert så er det essensielle at en prosentvis endring i  $\beta$  er lik en prosentvis endring i  $E(R_m)$ , altså forventet avkastning.

Når det kommer til eiendomsopsjoner og opsjoner generelt er også den usystematiske risikoen  $U$  fra formelen  $R=E(R)+U$  relevant. Hiller et al. (2017) beskriver den usystematiske risikoen  $U$  som “[en risiko] som påvirker et spesifikt aktivum eller en liten gruppe aktiva” (s. 325, egenoversatt). Hiller et al. bruker eksempler som at et gruveselskap opplever arbeiderstreik eller at et selskaps direktør er innblandet i en skandale. Usystematisk risiko er risiko som er relevant kun for den spesifikke investeringen eller selskapet, ikke markedet generelt.

Ifølge Justice, Canova og Rosenberg er det lite hensiktsmessig å måle usystematisk risiko  $U$  selvstendig, og det er tilstrekkelig å måle det indirekte ved å se på den totale risikoen  $R$  (Morningstar, 2011). Canova anfører at dette gjøres gjennom volatilitetsberegninger som ser på hvor stor spredning det er i de totale avkastningene. Hvis avkastningen varierer veldig mellom hvert år er volatiliteten høy, hvis avkastningen er relativt stabile er volatiliteten lav. Canova fremhever at forskjellen mellom volatilitet og  $\beta$  er at volatilitet måler spredningen av avkastningen og  $\beta$  måler aktivumets forventede avkastning i forhold til trenden i markedet. Volatilitet måler faktisk avkastning  $R$ , og  $\beta$  måler forventet avkastning  $E(R)$ .

Relevansen av både systematisk og usystematisk risiko er aktuell når en ser på hvilke arenaer partene forhandler om fordelingen av risiko.

### 3.4.2 Fordeling av systematisk risiko i eiendomskjøpsopsjonen

Når partene skal forhandle om fordelingen av systematisk risiko er det primært to risikokilder det er snakk om. Den første kilden for systematisk risiko er kjøpsopsjonens  $\beta$ . Den andre kilden for systematisk risiko er den nasjonale styringsrenten. For å forklare fordelingen av den systematiske risikoen ved kjøpsopsjonens  $\beta$  vises det til zbcAPM modellen. For å forklare fordelingen av den systematiske risikoen ved den nasjonale styringsrenten så brukes Treynor et al. sin opprinnelige CAPM modell.

Messener (2019) rapporterer at  $\beta$  koeffisienten for skog- og landbruksjord i USA var på 0.008 i perioden 1998 til 2018 (s. 39). Beta verdien for rene jord og skogeiendommer i USA kan derfor sies å være veldig lav. Det kan argumenteres for at betaen for norske skog- og jordbruksarealer avsatt til LNFR mest sannsynlig har en tilsvarende eller enda lavere betaverdi. Det vises her til oppgavens kapittel 3.4.4 som konstaterer at norske landbrukseiendommer er underlagt strenge pris- og eierskapsbegrensninger som er politisk styrt fremfor markedsstyrt, slik det er i de Amerikanske statene. Det er også sannsynlig at betaverdien for norske LNFR eiendommer er enda lavere grunnet norske pris- og eierskapsreguleringer av LNFR eiendommer etter konsesjonsloven. Analogien tilsier derfor at norske gårdsgrunneiere med LNFR eiendommer besitter eierskapsposisjoner som er nesten tilnærmet en 0  $\beta$  posisjon. Verdien av arealene er derfor nesten i sin helhet avgjort av usystematiske risikomomenter så lenge som arealet fortsatt er avsatt til LNFR formål.

Parallelt med denne posisjonen i et 0  $\beta$  eiendomsobjekt har grunneieren også en realopsjon som følge av sitt eierskap av eiendommen. Hvis en ser bort fra arealregulatoriske hensyn kan personen teoretisk konvertere arealbruken slik at eiendommen faller inn under andre eiendomssegmenter med en annen  $\beta$  koeffisient. Som illustrativt eksempel viser rapporten til Breidenbach, Mueller og Schulte at  $\beta$  verdiene for andre eiendomssegmenter var veldig mye høyere i USA i året 2006 (Breidenbach, 2006, s. 77):

<i>Eiendomssegment</i>	<i><math>\beta</math> verdi</i>
<i>Kontor</i>	1.46
<i>Næringseiendom</i>	0.9
<i>Detaljhandel</i>	0.63
<i>Leiligheter/bolig</i>	0.72
<i>Hotell</i>	0.56

Figur 7:  $\beta$  verdiene til de forskjellige eiendomssegmentene i USA, 2006. Koeffisient verdiene er utdaterte og illustrative. Eiendomsmarkedet har i disse kovariansverdiene en  $\beta$  på 1.

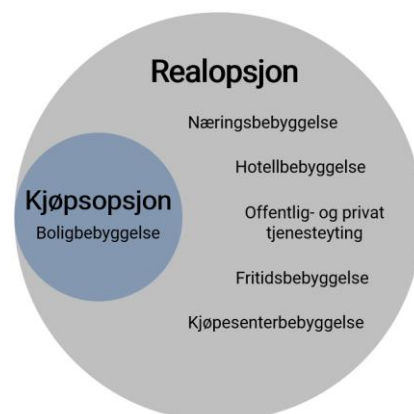
Grunneiers realopsjon innebærer derfor en valgmulighet med tanke på hvilket eiendomssegment som eiendommen skal konverteres til. Hvis grunneier er veldig systemisk risikotolerant kan personen velge å utvikle eiendommen til å falle under eksempelvis kontorsegmentet. Hvis grunneieren er mindre tolerant kan personen velge andre alternative utviklingsprosesser innenfor segmenter som eksempelvis boligsegmentet. Grunneieren står også fritt til å fortsette dagens arealbruk hvis de så ønsker.

Denne posisjonen innehar derfor en veldig lav systematisk risiko. Grunneierens LNFR arealer er nesten upåvirket av markedet og grunneier kan selv velge når eiendommen skal konverteres og til hvilket segment i teorien. Denne grunneierposisjonen endres når personen selger en kjøpsopsjon til en eiendomsutvikler.

I de fleste tilfeller vil eiendomsutvikleren se for seg et segment som de kan utvikle på eiendommen og betale kun for retten til å utvikle dette segmentet. Kjøpsopsjonen inneholder derfor ofte ikke alle opsjonene realopsjonene inneholder. Det innebærer en risiko for begge partene fordi kjøpsopsjonen vil avgrense partenes markedseksposering. Grunneieren vil som oftest være forpliktet i avtalen til å ikke motarbeide eiendomsutviklerens eiendomsutvikling innenfor det avtale eiendomssegmentet i opsjonsperioden. Å lage andre motstridende reguleringsplaner vil derfor ikke være en mulighet for grunneier inntil opsjonsperioden er over.

Det innebærer at andre eiendomssegmenter kan bli langt mer attraktiv i opsjonsperioden og risikoen er at grunneieren taper muligheten til å konvertere eiendommen inn i disse attraktive segmentene. Eiendomsutvikleren er på sin side også eksponert for markedsegmentet. Utvikleren har kanskje betalt en opsjonspremie eller investert tid og ressurser i utviklingen av eiendommen i et markedsegment som kan oppleve negative endringer. Videre kan eiendomsutvikleren kanskje også ha andre posisjoner i det tilsvarende segmentet. Den systematiske risikoen er derfor kjøpsopsjonens markedsegmentavgrensning.

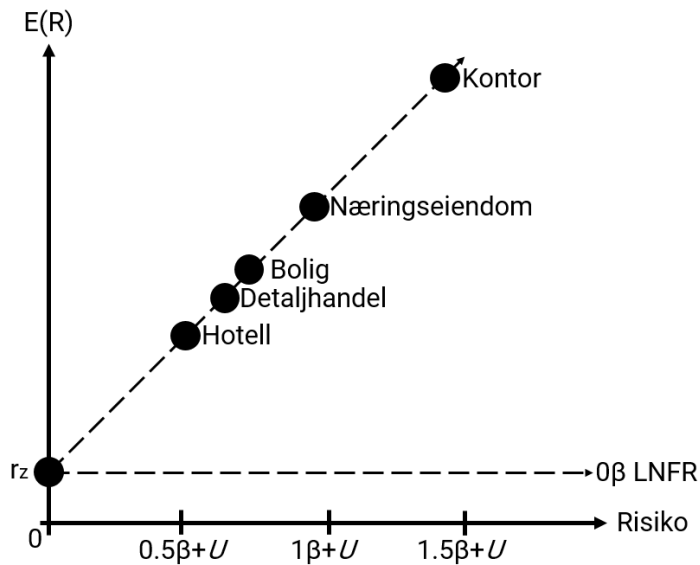
Den illustrative figuren nedenfor viser hvorfor en kjøpsopsjon kan endre den helhetlige realopsjonens  $\beta$  verdi. I eksempelet antas det at eiendomsutvikleren har kjøpt en kjøpsopsjon for boligformål. Det gjør at realopsjonens helhetlige  $\beta$  i kjøpsopsjonsperioden går fra 1 til 0.72 hvis en forutsetter tallene til Breidenbach et al. (2006).



Figur 8: Det materielle innholdet i en kjøpsopsjon for boligbyggelse kontra eksempler på eiendommens realopsjon, egenprodusert.



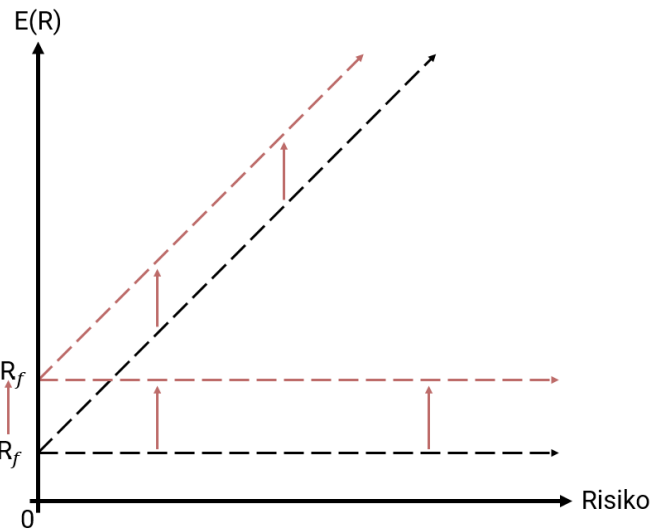
$\beta$  verdiene presentert av Breidenbach et al. (2006) og Messener (2019) kan også plasseres i zbcAPM modellen:



Figur 9:  $\beta$  verdier innsamlet av Breidenbach et al. og Messener plottet inn på zbcAPM modellen, egenprodusert

Styringsrentens systematiske risiko kan forklares ved å vise til Treynor og den originale CAPM modellen  $E(R) = R_f + \beta(E(R_m) - R_f)$  (French, 2003). Treynor mente at enhver investor har en mulighet til å investere i et risikofritt aktiva som gir en risikofri avkastning  $R_f$ . Denne risikofrie renten vil i praksis være Amerikanske treasury bills, men norske statsobligasjoner er for dette teorikapittelet nesten helt tilsvarende. Renten investoren får på den risikofrie avkastningen i norske statsobligasjoner er derfor det absolutt minimale en rasjonell investor hadde tatt for å investere risikofritt.

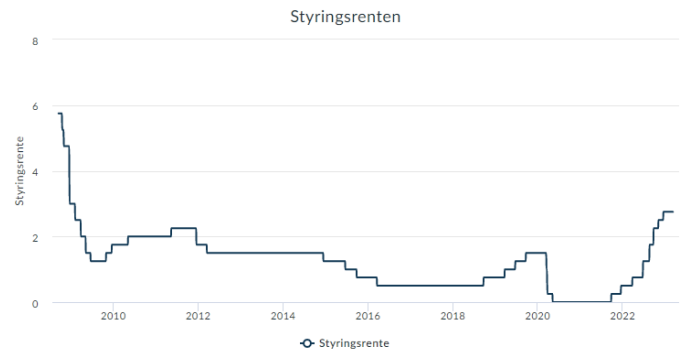
Som nevnt tidligere må enhver enhet risiko over den risikofrie investeringen kompenseres med en tilsvarende enhet avkastning. Når styringsrenten går opp eller ned endrer dette det lineære forholdet mellom risiko og avkastningskrav. Illustrasjonen nedenfor viser effekten av at styringsrenten på norske statsobligasjoner går opp. Resultatet av rentehevinger er at investorer vil kreve en høyere avkastning for hver enhet risiko de pådrar seg enn før rentehevingen. Bemerk at forholdet fortsatt er lineært slik sett i figur 10.



Figur 10: Effekten en heving av styringsrenten har på CAPM modellen og investorers avkastningskrav. Egenprodusert.

Renteendringene for den norske styringsrenten i perioden 15. september 2008 til 9. mars 2023 var følgende (Norges bank, 2023 a):

Styringsrenten i prosent



Figur 11: Styringsrenten i Norge 2008-2023

Styringsrentens effekt på en eiendoms systematiske risiko avhenger i stor grad av eiendomssegmentet. Årsaken ligger i at de forskjellige eiendomssegmentene har et varierende potensiale for finansiell giring. Finansiell giring er ifølge Geltner, Miller, Clayton og Eichholtz belåningsgraden som er brukt i finansieringen av investeringsposisjonen (Geltner et al., 2014). På sitt enkleste innebærer giring at en økning i andelen lånte midler øker giringen til posisjonen. Geltner sier at "hvis giringen øker avkastningsprognosen på egenkapitalen, så vil den også øke risikoen i egenkapitalposisjonen" (s. 292).

Essensen ved giring er at investorer innen eiendomssegmentet kan øke avkastningen og risikoen innenfor segmentets giringsrammer. Potensialet for økt avkastning, men også økt tap øker med giring. Dette medfører at eiendomssegmenter med høyere potensiale for giring er mer sensitive for endringer i styringsrenten.

Som et illustrativt eksempel på forskjellen i giringspotensial i de forskjellige eiendomssegmentene kan jeg vise til tall som jeg personlig opererer med i arbeidslivet. Under arbeidsrelaterte samtaler med Sparebank1 oppga banken at de var komfortabel med å finansiere opptil 85 % av markedsverdien på boligbygg og 60 % av markedsverdien for næringsbygg (T. Andersen, personlig kommunikasjon, februar 2023). De egenerfarte tallene viser at boligbyggsegmentet har et høyere giringspotensiale enn næringsbyggsegmentet. Investorer kan belåne 25 % mer av markedsverdien til boligbygg enn de kan for markedsverdien av næringsbygg. Det gjør at en prosentvis endring i styringsrenten utgjør en større prosentvis systematisk risiko for boligmarkedet enn det gjør for næringsbyggmarkedet. CFA instituttet (2022 b) skriver at *“fordi mange boligkjøpere finansierer eiendomskjøpet med belåning så er sektoren særlig sensitiv til styringsrenten”* (s. 217, egenoversatt).

Partene vil derfor gjerne også forhandle om fordelingen av denne styringsrenterisikoen. Hvis grunneieren får medhold i at denne risikoen skal overføres til eiendomsutvikleren så vil dette typisk sett gjøres ved at innløsningssummen skal justeres etter konsumprisindeksen per år. Bakgrunnen for dette er at *“inflasjon måles gjerne ved hjelp av konsumprisindeksen”* ifølge Statistisk sentralbyrå (SSB, 2023).

CFA instituttet (2022 b) skriver at koblingen mellom inflasjon og styringsrenten er tilstede når en benytter seg av et Keynesiansk økonomiperspektiv. Keynesianske økonomer mener ifølge instituttet at en bør aktivt forvalte økonomien gjennom økonomiens pengetilgjengelighet. Hvis det er mye penger tilgjengelig så vil økonomien vokse, men denne veksten kan bli for ekstrem og føre til inflasjon. Hvis tilgangen på penger blir mindre så vil økonomien krympe og dette vil dempe inflasjonspresset ifølge Keynesianske økonomer. Denne tilgangen på penger er ifølge perspektivet mulig å justere ved å øke eller redusere styringsrenten. Når et lån blir dyrere så blir det færre potensielle investeringer som tilfredsstillt investorens avkastningskrav for systematisk risiko  $E(R)$ .

Når statistisk sentralbyrå bruker KPI som en inflasjonstallfestende indeks så er det en logisk grunn til å tro at aktørene i opsjonsavtalene vil gjøre det samme. Avtalepartene kan også ha blitt enig om at denne risikoen skal overføres direkte ved at innløsningssummene justeres direkte etter styringsrenten. Avtalepartene kan også velge å bruke andre indekser som NIBOR for å fange opp styringsrentens systematiske risiko.

### 3.4.3 Fordeling av usystematisk risiko mellom avtalepartene

Når partene forhandler om usystematisk risiko så er det også her to hovedarenaer for forhandling. Den første usystematiske risikokomponenten er motpartsrisikoen. Dette er risiko relatert til motparten i en opsjonsavtale. Den andre usystematiske risikokomponenten er eiendommens risiko. Dette er risikomomenter som er relatert til den konkrete eiendommens fysiske og juridiske egenskaper. Usystematisk risiko er som nylig nevnt den største risikofaktoren ved LNFR eiendommer. Rasjonelle avtaleparter vil derfor sannsynligvis forhandle en del om fordelingen av de usystematiske risikomomentene.

Den usystematiske motpartsrisikoen har sin bakgrunn i at binære asset-or-nothing kjøpsopsjoner på LNFR eiendom tilnærmet alltid omsettes på ‘Over-the-counter’ derivat markeder (OTC marked). Disse markedene beskrives av CFA instituttet (2022 a) som *“[...] et uformelt nettverk av markedsdeltagere som er villig til å skape og handle tilnærmet alle typer derivater som kan lovlig eksistere”* (s. 155). Et OTC marked er derfor en sosial struktur som består av et sett sosiale aktører med dyadiske og sosiale interaksjonskoblinger.

OTC markedet, som de binære asset-or-nothing kjøpsopsjonene på LNFR eiendommer befinner seg i, vil typisk være bestående av eiendomsrelaterte aktører. Markedsgruppens deltagere kan være mange aktører, men denne masteroppgaven antar som nevnt at avtalepartene er en grunneier og en eiendomsutvikler. Det som skiller disse kjøpsopsjonene fra andre kjøpsopsjoner er som også tidligere nevnt at det ikke finnes et substitutt for den konkrete eiendommen. Det betyr at det er en motpartsrisiko ved eiendomsopsjoner kontra opsjoner på eksempelvis varer som korn eller olje. Avtalepartene forholder seg konkret til hverandre og det er ikke en regulert børs som overser at partene kan møte sine forpliktelser. Motpartsrisikoen går begge veier der både grunneieren, og eiendomsutvikleren kan medbringe usystematisk risiko som negativt påvirker en eventuell eiendomsutviklingsprosess. Hovedsakelig vil den usystematiske motpartsrisikoen være enten i form av individenes personlighet eller individenes finansielle situasjon.

En grunneier kan eksempelvis komplisere reguleringsprosessen ved å ytre usaklige meninger om individer i planmyndighetene eller politiske aspekter ved arealforvaltningen av arealene. En eiendomsutvikler kan også komplisere eiendomsutviklingsframdriften ved å eksempelvis ha en forhistorie der selskapet driver med sosial dumping i utviklingsprosjektene sine. Grunneier og eiendomsutvikler må derfor vurdere hverandres sosiale usystematiske risiko når de inngår en avtale. Partene kan forhandle bort denne risikoen ved å pålegge hverandre forpliktelser til å avstå fra enkelte aktiviteter. Et typisk tilfelle vil være at eiendomsutvikleren står for all myndighetskontakt og uttalelser i media, og grunneier forholder seg passivt i utviklingsprosessen.

Den usystematiske motpartsrisikoen ved partenes finansielle situasjon er asymmetrisk. Opsjonsretten til eiendomsutvikleren gir en rett men ikke en plikt til å kjøpe samtidig som grunneieren ikke har en slik løsningsrett. Forhandlingsfokuset i opsjonsavtaler vil derfor være mer fokusert på grunneier enn i forwardkontrakter der begge partene er forpliktet til å gjennomføre transaksjonen. Eiendomsutvikleren må forsikre seg at rettigheten som er kjøpt ikke tilsidesettes av eventuelle konkurser, dobbeltsalg, svindler eller tilsvarende momenter. Grunneierens eiendom vil derfor ofte finansielt sikres mot tredjepart ved at det tinglyses flere forskjellige rettigheter.

De typiske rettighetene som tinglyses kan være både sikringsobligasjoner og urådighetserklæringer. Kartverket (2021) beskriver urådighetserklæringer som “[...] *et forbud mot at hjemmelshaver kan foreta visse rettslige disposisjoner over eiendommen, for eksempel forbud mot salg, pantsettelse, fradeling mv.*” (s. 5). En av funksjonene ved sikringsobligasjoner er ifølge Falkanger (2013) at obligasjonen skal “*verne kjøper mot beslag fra selgers kreditorer. Urådighetserklæringen er dessuten en effektiv sperre for at dobbeltsalg kan føre til tinglysning av ny erververs rett*” (s. 199). Hvor langt disse urådighetserklæringene og sikringsobligasjonene griper inn i grunneiers handlingsrom vil være et større forhandlingsmoment. Hvis det avtales veldig restriktive urådigheter og obligasjoner så vil grunneier være ganske bundet. Dette fører på sin side til at grunneier har en større motpartsrisiko. Hvis eiendomsutvikleren ikke er nok kompetent eller ikke har det finansielle anlegget til å utføre eiendomsutviklingsprosessen så er dette en betydelig risiko for grunneier.

Den andre hovedarenaen for usystematisk risiko var som nevnt eiendommens risiko. Altså risiko relatert til dens fysiske og juridiske egenskaper. De juridiske egenskapene kan være blant annet servitutter, bruksretter og eierforhold. De kan også være eventuelle odelsretter eller eiendoms grensenes oppmålingsnøyaktighet. Usystematisk risiko vedrørende eiendommens fysiske egenskaper vil i hovedsak være rettet mot elementer som kan påvirke utviklingspotensialet til eiendommen. Ness & Øyasæter (2018) beskriver eiendomsutviklingsprosessen som svært avhengig av eksisterende arealplanene som er vedtatt for eiendommen. Arealplanene blir ifølge Ness & Øyasæter vedtatt etter plan- og bygningsloven der planmyndighetene har tre plannivåer. Staten kan gi statlige planretningslinjer jf. pbl. § 6-2. Fylkeskommunene skal vedta regionale planretningslinjer etter § 7-1. Kommunen skal vedta en planstrategi etter § 10-1, en samlet kommuneplan etter § 11-1 og kanskje viktigst i denne sammenhengen en arealdel jf. § 11-5. Disse tre plannivåene viser planmyndighetenes samlede forventning og plan for arealene.

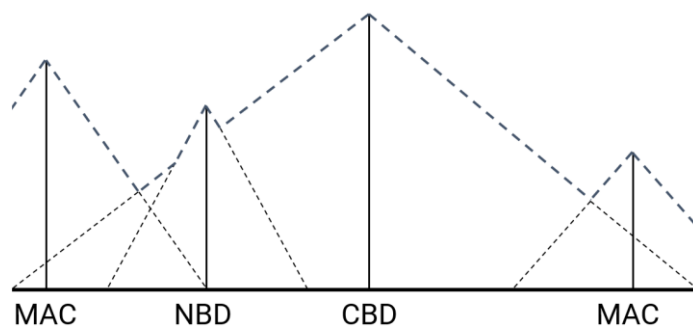
Når eiendomsutvikleren igangsetter eiendomsutviklingsprosessen så beskriver Ness & Øyasæter (2018) dette som “[...] *en iterativ prosess, det vil si med ‘gjentagende handlinger’*” (s. 115). Det utdypes med at “*det er viktig å være oppmerksom på at planprosess ikke er en ‘rettlinjet’ og enkelt prosess*” (s. 115). Egenskaper ved eiendommen kan påvirke planmyndighetenes vilje til å akseptere eiendomsutviklingsforslaget som presenteres. Det kan også være forhold som påvirker lønnsomheten av eiendomsutviklingen innenfor de rammene planmyndighetene er villig til å akseptere.

Noen av de større usystematiske risikofaktorene ved konkrete eiendommer kan være kulturminner, rødlista dyrearter eller geologiske forhold. Faktorene kan være relevante for planmyndighetenes vurdering av fordelene og ulempene ved prosjektet. Det kan tenkes at en kommune ikke ønsker å ødelegge en vikinggrav eller habitatet til den utrydningstrua storsalamanderen. Det kan også være at planmyndighetene vurderer utviklingsrisikoen som for stor i områder med kvikkleire eller flomutsatte soner. Andre egenskaper som er av betydning for LNFR formål er kommunens prioritering av vernet av produktive ressurser i landbruket. Vern av dyrkamark, dyrkbar mark eller produktiv skog og beite kan være hensyn som utgjør en usystematisk risiko for avslag av planforslaget.



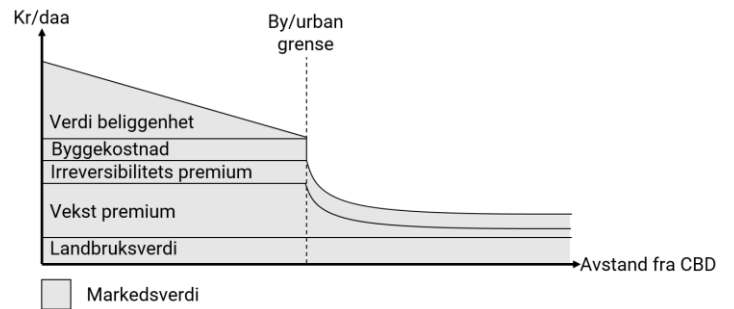
Imidlertid så er den kanskje største usystematiske risikoen ved en eiendom dens plassering i forhold til byer og tettsteder. Avstandsfordelen vil avhenge av utviklingsformål og de lokale prioriteringene av andre arealformål. For eksempelvis boligutbygging så vil en nærhet til urbane sentre være en langt større fordel enn for vindkraftutbyggelse. Beliggenhetens gunstighet vil derfor dempe de andre fysiske egenskapene ved eiendommen.

Som et illustrativt eksempel vises det til Geltner et al. (2014) sin modell nedenfor over kontorleieprisene i byer med flere bykjerner. Modellen viser at leieprisene synker etter hvert som eiendommene befinner seg lengre vekk fra bykjernen (CBD), knutepunkter (MAC) og bydelslokale kontorområder (NBD). Et eiendomsutviklingsprosjekts økonomiske handlingsrom vil øke desto nærmere prosjektet er nær gunstige plasseringer fordi en eiendomsutviklingsprosess sin sluttverdi er kontantstrømmen i driftsfasen. Grunneiere av gunstig plasserte eiendommer vil derfor kanskje være mindre forhandlingsvillige når det kommer til å ta på seg usystematisk risiko relatert til eiendommens fysiske egenskaper.



Figur 12: Geltners et al. sin modell av utleiegradienten for kontorlokaler i forhold til byggets plassering. CBD=central business district, MAC=major activity centres og NBD=neighbourhood business districts. Grafen viser at utleieprisen per kvadratmeter synker gradvis desto mer en beveger seg fra sentrene og knutepunktene. Egenprodusert. (Geltner et al., 2014, s. 89).

Et effektivt eiendomsmarked vil identifisere eiendommer med gunstig beliggenhet og prise inn eiendommens spekulative verdi (Geltner et al., 2014). Grunneiere av slike eiendommer kan derfor i større grad bort forhandle usystematisk risiko for å reflektere spekulasjonsverdien. Den spekulative verdien illustreres av Geltner med figur 13. Ifølge modellen til Geltner så har ethvert areal en fundamental verdi som jord- eller skogbruksareal. Modellen viser også til at gunstig beliggende eiendommer har et 'vekst premium' som skal reflektere eiendommens vekstpotensial. Geltner påpeker også at grunneier må ha et premium for irreversibilitet som er tapet av å ikke kunne lengre velge eiendomssegment slik eksemplifisert i figur 8. Et premium for irreversibilitet skal også dekke tapte inntekter i utbyggingsfasen. Avslutningsvis så viser modellen også byggkostnadene og verdien av beliggenheten.



Figur 13: Geltner et al. sin modell av de spekulative verdiene for en gunstig plassert LNFR eiendom. Egenprodusert (Geltner et al., 2014, s. 83).

### 3.4.4 Regulatorisk risiko og dens påvirkning av avtaleutformingen

Langfeldt, Bråten, Viken og Minde (2018) skisserer fire punkter for at en avtale er rettslig bindende. Et av punktene er at avtalen skal "[...] ikke være i strid med lover som ikke kan fravikes ved avtale (preseptorisk lovgiving)" (s. 201-202). Hvis en avtale strider med preseptorisk lovgiving så vil det føre til at deler eller hele avtalen ikke er rettslig bindende ifølge Langfeldt et al.

Det kan føre til at hele eller deler av avtalen ikke kan håndheves av domstolene med det resultat at avtalepartene ikke lengre er rettslig bundet. Problemstillingen åpner opp for at tredjeparter kan utnytte situasjonen for en diskurs av eiendomsutviklerens opsjonsrett. Dette er en form for risiko som betegnes som regulatorisk risiko. Kaplan University (2015) skriver at:

*“regulatorisk risiko oppstår når det ikke er klart hvordan en transaksjon kommer til å bli regulert eller hvis transaksjonsreguleringen kommer til å endres. Selv hvis transaksjonen ikke er regulert, så kan avtalepartene i transaksjonen være regulert, noe som gjør at transaksjonen blir indirekte regulert”* (s. 14, egenoversatt).

Partene vil prøve å forhandle bort denne risikoen og avtalene vil gjenspeile partenes forsøk på å redusere risikoen ved å holde seg innenfor lovens rammer. Lovverket som er relevant for partenes regulatoriske risiko er listet opp på neste side. De viktige teoretiske utgangspunktene og innvirkningen regelverket har på partenes forhandlinger beskrives påfølgende:

### Konsesjonsloven (2003)

Det relevante formålet med loven er ifølge § 1 første ledd å “[...] regulere og kontrollere omsetningen av fast eiendom for å oppnå et effektivt vern om landbrukets produksjonsarealer [...]”. Etter loven kreves det en tillatelse (konsesjon) til å erverve en landbrukseieendom der hensynet er å ivareta den tradisjonelle landbruksproduksjonen gjennom pris- og eierskapskontroll.

I Det Kongelige Landbruks- og Matdepartements endelige vedtak ref. 19/1405-12 om konsesjon for Sundby Gård gnr. 1 bnr. 1 i Vestby kommune skildret departementet hva dette vernet innebærer (Landbruksdepartementet, 2020).

Konsesjonssøknaden i saken var sendt inn av aksjeselskapet Sundby Gård AS. Departementet la i sitt avslag av konsesjonssøknaden avgjørende vekt på to forhold. Det første var at “*Det er et landbrukspolitisk mål [jf. St. meld. Nr. 19 (1999-2000)] at landbrukseieendommer i størst mulig grad eies av fysiske personer som selv bebor og driver gården*” (s. 8). Det andre momentet var at “*Eiendommen er etter departementets syn en tradisjonell landbrukseieendom, hvor det landbrukspolitiske målet om at eier og bruker skal være den samme står sentralt*” (s. 8).

Loven forbyr derfor som følge av forvaltningspraksisen aksjeselskap fra å eie tradisjonelle landbrukseieendommer omfattet av konsesjonsloven. Videre avgrenser konsesjonsloven mulighetene for partene å avtale løsningsretter som blant annet opsjonsavtaler.

Ifølge lovens § 3 så likestilles opsjonsavtaler med erverv av fast eiendom etter loven hvis avtalen varer i mer enn 10 år. Bakgrunnen for dette er at bestemmelsens andre punktum sier at konsesjonsloven gjelder også

“[...] for andre rettigheter over fast eiendom som innebærer at eierens adgang til å rå over eiendommen eller til å få det økonomiske utbyttet av den blir vesentlig innskrenket. Stiftelse og overdragelse av utbyggingskontrakter av enhver art, herunder avtaler om fortrinnsrett til å foreta utbygging, medfører konsesjonsplikt uten hensyn til varighet”.

I rundskriv M-1/2021 skriver Landbruksdepartementet at “Opprettelse av en avtale om opsjon på utbygging er ofte kombinert med ulike urådighetsinnskrenkninger som kan falle inn under denne bestemmelsen” (Landbruksdepartementet, 2021, s. 7). Bestemmelsen begrenser derfor avtalepartenes adgang til å innføre restriktive forpliktelser på eiendommen i en periode over 10 år. Bestemmelsen begrenser videre utbyggingsrettigheter til å bygge ut eiendommen før den skifter eierskap.

Imidlertid bør det bemerkes at bestemmelsen ikke begrenser handlingsrommet for opsjoner som gir rett til *erverv* av eiendommen. Hvis opsjonsavtalen kun gir en rett til å kjøpe eiendommen så er det ikke en kontrakt på utbygging men en oppkjøpskontrakt. Hva som settes som utgangspunktet for innløsningsprisen er ikke relevant gitt at senere begivenheter som eksempelvis utbygging gjøres etter en eierskapsoverførsel. Gitt at grunneieren får det økonomiske utbyttet av eiendommen kan selve opsjonsavtalen men ikke rådighetsinnskrenkningene være gyldig i over 10 år.

Ut fra rundskrivets drøftelser bør begrepet ‘økonomisk utbytte’ forstås som avkastningen relatert til landbruket. Dette kan være jordleieinntektene, verdien av den stående kubikken i en skog eller den prisregulerte salgsverdien av jord og skogbruksarealer. Ut fra rundskrivets drøftelser virker det ikke som at det er tale om det økonomiske utbyttet en får når arealenes markedsverdi øker markant som følge av omregulering fra LNFR formål, eksempelvis boligformål. Det bør også kort bemerkes at opsjoner er ikke bruksretter men snarere innløsningsretter på eiendom.

I praksis er konsesjonsloven en dominerende bakenforliggende faktor for at opsjonsavtaler er benyttet såpass mye i Norge. Grunneieren kan ikke selge priskontrollerte eiendommer til markedspris når disse kan ha svært høyere verdier som følge av plassering i forhold til tettsteder. Eiendomsutvikleren kan på sin side ikke kjøpe gården i et AS som følge av eierskapskontrollen av landbrukseieendom samt grunneiers prisforventning. Partene har derfor en gjensidig interesse i opsjonsavtalen fordi det utsetter det potensielle salget til et punkt i tid der loven ikke kommer til anvendelse:



Figur 14: Figurativ illustrering av konsesjonslovens anvendelse på opsjonsarealet før og etter endring av arealformål i form av omregulering etter plan- og bygningsloven.

### Lov om løsningsretter (1994)

Nærliggende til konsesjonsloven for erverv av fast eiendom er loven om løsningsretter. Loven gjelder for opsjoner fordi instrumentet kan regnes som en løsningsrett. Loven beskriver i § 1 løsningsretter som “[...] den rett nokon har til å overta ein fast eigedom seinare, når eigedomen likevel skiftar eigar, eller eit anna tidspunkt”. Loven er i utgangspunktet deklarasjonisk jf. § 4 men alle bestemmelsene som er relevant for opsjoner er ufravikelige. Jmfør lovens § 6 om lengstetid kan ikke løsningsretter vare i mer enn 25 år etter bestemmelsens første ledd. Lengstetiden kan imidlertid være på opptil 50 år. I en kjøpsopsjonskontekst vil denne muligheten imidlertid kun gjelde for “[opsjonsavtaler] som ligg til eit foretak og gjeld grunn til utviding eller tilfang av drift av foretaket [...]” jf. andre ledd punkt ‘b’ andre punktum.

Loven regulerer også omsetningsmuligheten av opsjonsavtalene i § 7. Ifølge bestemmelsen kan opsjonsavtaler og løsningsretter ikke overføres eller gå i arv. Resulterende er at det i praksis er et forbud mot å selge eller overføre opsjonsavtalen, og dette finansielle instrumentet er derfor ikke omsettelig i Norge. Lov om løsningsretter regulerer ikke opsjonsrelaterte rettigheter som sikringsobligasjoner og rådighetsinnskrenkninger.

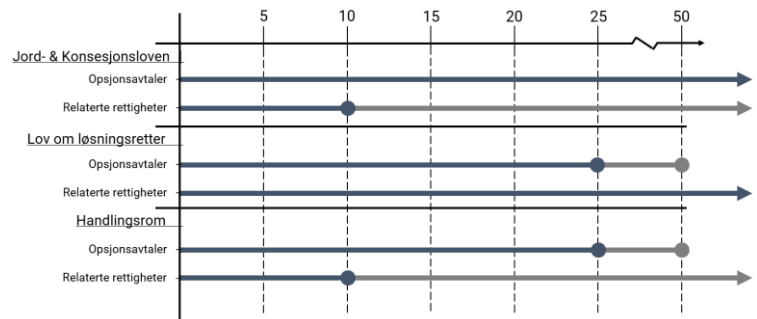
### Jordlova (1995)

Lovens hensikt er å tilrettelegge for at landbruksressursene kan benyttes på den mest hensiktsmessige måten utfra det som er tjenlig for samfunnet og de med yrket sitt i landbruket jf. lovens § 1. Forskjellen mellom jordloven og konsesjonsloven er ifølge Landbruksdepartementet (2016) at “Mens jordlovens fokus er driften, fokuserer konsesjonsloven på omsetningen” (s. 17). Vedrørende opsjonsavtaler så konstaterer departementet at “Det finnes ingen bestemmelser i jordloven som regulerer bruk av opsjonsavtaler. Det finnes imidlertid bestemmelser som kan sies å være beslektet med slike reguleringer” (s. 17). De bestemmelsene som departementet viser til i rundskrivet er reguleringen av deling og omdisponering jf. jordlovens §§ 9 og 12.

Etter departementets egen annerkjennelse vil ikke forbudet mot ‘omdisponering’ etter lovens § 9 gjelde for opsjonsavtaler. Departementet skriver at “[...] loven bare gjelder fysisk omdisponering, f.eks. oppføring av bygg, planting av skog [...]. Bestemmelsen gjelder ikke juridiske disposisjoner, slik som inngåelse av en opsjonsavtale om utbygging [...]” (s. 17). Omdisponeringstematikken er derfor ikke relevant for opsjoner gitt at det ikke pålegges grunneier å omdisponere dyrkamarken før arealomregulering etter plan- og bygningsloven.

Lovens regulering av deling av landbrukseiendom kan derimot komme til anvendelse av opsjoner på landbruksarealer. § 12 sier at deling av landbrukseiendommer som er nyttet eller kan nyttes til jord- og skogbruk krever tillatelse av departementet. Det samme gjelder forpaktning, tomtefeste og lignende leie eller bruksrett hvis avtaleperioden er over 10 år, eller ikke kan sies opp av grunneier jf. paragrafens andre punktum. Bestemmelsen påvirker derfor ikke opsjonsavtalene direkte ettersom disse er innløsningsretter. Bestemmelsen kan imidlertid avgrense opsjonsrelaterte sikringsobligasjoner og rådighetsinnskrenkninger. Ettersom departementet anser jordloven og konsesjonsloven som overlappende antas det at avgrensningen er tilfellet når en forutsetter et koherent lovverk.

Konsesjonsloven, jordloven og lov om løsningsretter skaper som følge av sine samlede bestemmelser et veldig komplisert lovverk vedrørende lengstetid av avtalene. Av hensyn til leserens forståelse presenteres lengstetidene nedenfor grafisk. Det viktigste momentet å få frem i den skjematisk fremvisningen er at eiendomsutvikleren ikke kan sikre opsjonen sin i en periode på mer enn 10 år. Sikringsobligasjonene og rådighetsinnskrenkningene vil frafalle og i perioden fra år 10 til år 25 så har tredjepartsrisikoen økt.



Figur 15: Lovenes avgrensning av partenes forhandlingsrom og det påfølgende forhandlingsrommet. Blå streker angir uregulerte tidsperioder og grå streker angir regulerte tidsperioder. Med ‘relaterte rettigheter’ menes sikringsobligasjoner og rådighetsinnskrenkninger. Egenprodusert

### Tinglysingsloven (1935)

Den dominerende effekten tinglysingsloven har på regulatorisk risiko går på grunnbokens notoritet, publisitet og rettsvern ved tinglysning av avtaler etter lovens § 20. På den ene siden ønsker eiendomsutvikleren å rettslig sikre sin opsjonsrett. På den andre siden ønsker ikke eiendomsutvikleren nødvendigvis å synliggjøre hverken opsjonspremien eller innløsningssummen som betales av hensyn til ønsket om forretningshemmeligheter.

Hvis aktøren driver virksomhet med flere framtidige opsjonsavtaler og grunneiere kan publisiteten ved tinglysning sette aktøren i en ugunst i forestående forhandlingssituasjoner. Det blir derfor gjerne en indre interessekonflikt hos eiendomsutvikleren som må velge mellom å syne opsjonsposisjonen eller å sikre rettsvernets fulle periode hvis opsjonsperioden er over 10 år.

### Verdipapirhandelloven (2007)

Ifølge § 1-1 er hensikten med loven å tilrettelegge for en sikker, ordnet og effektiv handel av finansielle instrumenter samt investorbeskyttelse. Deler av loven er også en ratifisering og oversettelse av det Europeiske lovverket 'Markets in Financial Instruments Directive 2014' (MiFID II). Finanstilsynet skriver at MiFID II kom som en reaksjon på finanskrisen i 2008-2009 (Finanstilsynet, 2022 a). Finanskrisen oppsto når finansielle aktører som handlet med derivatet 'credit-default-swaps' gikk konkurs grunnet stadig hyppigere tilfeller av mislighold på blant annet eiendoms lån i USA i 2008 (Cornell Law School, 2022).

Verdipapirhandelloven kommer til anvendelse på eiendomsopsjoner grunnet lovens definisjon av finansielle instrumenter etter § 2-2. Verdipapirhandelloven § 2-2 (1) nr. 4 konstaterer at finansielle instrumenter blant annet er "opsjoner [...] som gjelder [...] andre finansielle mål som kan gjøres opp fysisk eller kontant". Opsjoner på eiendom faller inn under denne definisjonen grunnet to kumulative vilkår.

Det første vilkåret er at det foreligger et finansielt mål. I de fleste kjøpsopsjonsavtaler er dette tilfellet ved at innløsningssummen bestemmes av en fastsatt kvadratmetersum per måleenhet utnyttelse eller størrelse (BTA, BRA, BYA, m<sup>2</sup>, dekar etc.). Det andre kumulative vilkåret er at opsjonen kan gjøres opp fysisk. Eiendomsopsjoner gjøres opp fysisk når eiendomsopsjonen innløses og eiendommen bytter eier. I vedlegg 1 så bekreftes denne mulige tolkningen av Finanstilsynet som er enige i at opsjoner på eiendom kan falle under begrepet finansielle instrumenter. Eiendomsopsjoner regnes som komplekse finansielle instrumenter ved en antitetisk tolkning av § 11-16.

Verdipapirhandelloven regulerer bruken og omsetningen av finansielle instrumenter gjennom lovbestemmelser som setter føringer på investeringstjenester og investeringsvirksomhet vedrørende disse instrumentene.

Verdipapirhandelloven § 9-1 (1) første punktum sier at "Investeringstjenester som ytes overfor tredjepersoner, og investeringsvirksomhet som drives på forretningsmessig basis, kan bare utøves av verdipapirforetak som har tillatelse til dette fra Finanstilsynet [...]". Loven setter derfor et konsesjonskrav hvis det utføres slike tjenester eller virksomhet. Hva som regnes som investeringstjenester og investeringsvirksomhet defineres i § 2-1 (1).

Bestemmelsen nevner blant annet investeringsrådgiving, handel for egen regning og plassering av finansielle instrumenter. Investeringsrådgiving defineres i § 2-3 (4) som en

"[...] personlig anbefaling til en kunde, enten på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner knyttet til bestemte finansielle instrumenter". Finanstilsynet (2022 b) utdyper definisjonen med å konstatere at "Dersom en investering blir presenter som egnet for kunden, eller kan oppfattes å være basert på kundens omstendigheter, vil dette være et forhold som tilsier at det er ytt investeringsrådgiving ovenfor kunden".

Begrepet handel for egen regning presiseres i § 2-3 (2) med at "Med omsetning av finansielle instrumenter for egen regning menes handel mot foretakets egen beholdning".

Konsesjonskravet etter verdipapirhandelloven har imidlertid enkelte unntak. I lovparagraf 9-3 (2) nr. 6 første punktum er det et konsesjonskravsunntak for "den som ikke yter andre investeringstjenester eller driver annen investeringsvirksomhet enn handel for egen regning i finansielle instrumenter som ikke er varederivater, utslippskvoter eller derivater på slike". En aktør som kun handler eiendomsopsjoner for egen regning er derfor unntatt konsesjonskravet.

Parallelt med konsesjonskravet setter verdipapirhandelloven også strenge krav om hvordan kunder skal klassifiseres. Alle aktører som driver med investeringsvirksomhet eller tilbyr tjenester tilknyttet finansielle instrumenter, uavhengig av om de har en konsesjon eller ikke, er pålagt å klassifisere kundene sine. Ettersom det er eiendomsutvikleren som driver på forretningsmessig basis må kunden forstås å være grunneier i kontekst av denne oppgaven. Kundene må klassifiseres innen en av de tre kategoriene: profesjonelle kunder, ikke profesjonelle kunder eller kunder omklassifisert til profesjonell.

Profesjonelle kunder klassifiseres etter § 10-6. For denne forskningsoppgaven er det profesjonelle parter etter § 10-6 (1) nr. 2 som er relevant. Slike kunder må oppfylle minst to av tre vilkår for å anses som profesjonell. Vilåårene er: a) en regnskapsmessig balanse på minst 20 M€, b) en årlig omsetning på minst 40 M€ eller c) en egenkapital på minst 2 M€.

Ikke profesjonelle kunder klassifiseres etter § 10-7 som alle kunder som ikke kan klassifiseres som profesjonelle eller som er omklassifisert til profesjonell. En ikke profesjonell kunde kan be om omklassifisering hvis kunden oppfyller minst to av tre kriterier jf. § 11-7 (2): 1) kunden har gjennomført betydelige transaksjoner av betydning gjennomsnittlig to ganger per kvartal det siste fire kvartalene. 2) Kundens finansielle portefølje i form av kontantbeholdning og finansielle instrumenter overstiger 500.000 €. 3) kunden har en arbeidserfaring på minst et år innen finansiell sektor der erfaringen er relevant for de konkrete transaksjoner eller investeringstjenester. Det bemerkes at ikke profesjonelle kunder er de eneste som kan velge å omklassifisere kunden.

Utfra klassifikasjonen av kunden må verdipapirforetaket vurdere kundens egnethet og hensiktsmessighet jf. § 10-15. § 10-15 (3) sier at

*“Et verdipapirforetak skal når det ytes andre investeringstjenester enn investeringsrådgiving eller portefljevforvaltning, søke å innhente opplysninger om kundens eller den potensielle kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet. Foretakets undersøkelser skal [...] vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller det påtenkte investeringsproduktet er hensiktsmessig for kunden”.*

Hvis det ytes investeringsrådgiving så skal “Et verdipapirforetak som yter investeringsrådgiving eller driver portefljevforvaltning, innhente nødvendige opplysninger om kundens eller den potensielle kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål, herunder kundens risikotoleranse og evne til å bære tap. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som eger seg for vedkommende, og spesielt at de er i samsvar med kundens risikobilde og evne til å bære tap” jf. § 10-15 (1).

ESMA (2018) utdypet bestemmelsen med at investeringsrådgiving vedrørende illikvide finansielle instrumenter har en høyere terskel for nødvendig informasjon som må innhentes (s. 11-12). Det må blant annet innhentes konkret informasjon vedrørende kundens regelrette og jevnlig lønn og totale inntekt. Informasjonen må også beskrive om denne inntekten er stabil eller fluktuerende. Videre må kundens fullstendige portefølje av finansielle instrumenter, kontanter, fast eiendom og andre verdier kartlegges hvor blant annet eventuelle restriksjoner på disse må fremkomme. Kundens økonomiske forpliktelser i form av lån, skatt eller skillsmisseoppgjør må også tas med i kartleggelsen.

### 3.4.5 Regulatorisk arbitrasje

Regulatorisk arbitrasje som konsept stammer fra teorien om økonomisk arbitrasje. Økonomisk arbitrasje er “[...] en investeringsstrategi der en investor kjøper og selger et aktivum samtidig i forskjellige markeder for å utnytte prisforskjellene og generere overskudd” (Stobierski, 2021). Strategien går ut på å utnytte uoverensstemmelser mellom prisen på et aktivum på de forskjellige markedene når det ikke er andre faktorer som fører til prisforskjellene. Essensielt så vektlegger konseptet en idé om at disse prisforskjellene er en ‘gratis lunsj’ som en investor kan dra nytte av uten å pådra seg risiko. Avkastningen på økonomisk arbitrasje er derfor svært gunstig for investorer å etterstrebe fordi gevinsten er over den avkastningen en bør få utfra risikobildet transaksjonen innebærer.

Victor Fleischer viser til konseptet om økonomisk arbitrasje og fremlegger en påstand om at det på lik linje finnes muligheter for regulatorisk arbitrasje (Fleischer, 2010). Ifølge Fleischer så oppstår muligheten for denne type arbitrasje når “avtalepartene utnytter et mellomrom mellom økonomien i en avtale og dens regulatoriske behandling, der partene restrukturerer avtalen for å redusere eller unngå regulatoriske kostnader uten å unødig endre den underliggende økonomien i avtalen” (s. 2, egenoversatt).

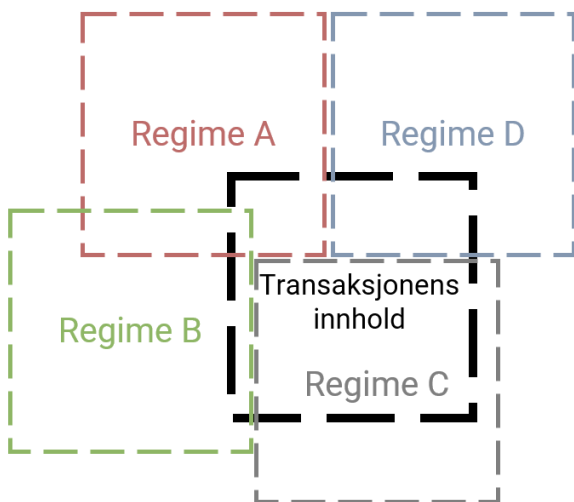
Konseptet kan anvendes på en avtale hvis det enten er juridisk-, økonomisk- eller tidsinkonsekvens som muliggjør arbitrasjemuligheter ifølge Fleischer. Det påpekes videre at “[...] bruken av derivater og utviklingen av nye finansielle produkter har tilrettelagt for nye regulatoriske arbitrasjeteknikker [...]” (s. 5, egenoversatt).



*Juridisk inkonsekvens* fremkommer når det er diskrepanser i det regulatoriske lovregimet. Det betyr at den samme transaksjonen som i virkeligheten utføres kan bli behandlet som svært forskjellig utfra hvilket lovregimet som treffer inn. Det kan også være fordi det er forskjellige jurisdiksjoner som behandler spørsmålet. Resulterende er at avtalepartene kan bestemme seg for om de vil utforme avtalen slik at den faller inn under lovregimet A eller lovregimet B, C, D, etc.

Hvis eksempelvis lovregimet B er langt mindre regulert og restriktivt enn lovregimet D eller A gir dette regulatoriske arbitrasjefordeler for avtalepartene. Det samme gjelder hvis en regulatorisk myndighet praktiserer lovregimet B mindre restriktivt enn en annen myndighet.

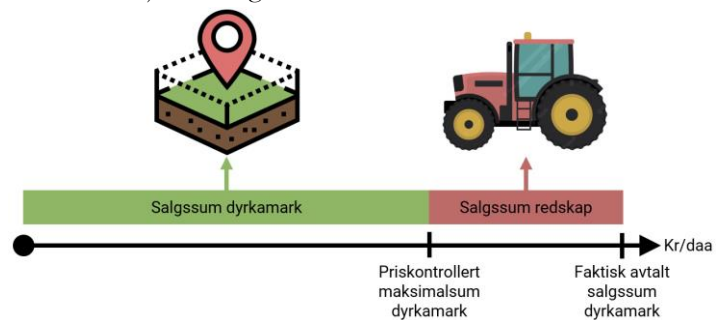
Et illustrativt eksempel på arbitrasjemuligheter som følge av juridisk inkonsekvens kan være salget av løsningsretter på eiendom. Som nevnt er salget av løsningsretter på fast eiendom forbudt etter lov om løsningsretter. Imidlertid er et fritt salg av aksjer til et single purpose holdingsselskap som kun innehar denne løsningsretten ikke forbudt. Partene kan derfor overføre løsningsretten indirekte og uten at lov om løsningsretter kommer til anvendelse.



Figur 16: Arbitrasjemuligheter som følge av juridisk inkonsekvens i lovregimet, egenprodusert

*Økonomisk inkonsekvens* oppstår hvis pengestrømmen transaksjonen innebærer kan deles opp for å unngå et lovverk. Pengestrømsoppdelingen kan enten være oppdelt slik at pengestrømmene reguleres av samme eller forskjellige lovregimer. Arbitrasjemuligheten oppstår hvis den totale transaksjonssummen forblir uendret samtidig som den lovregulerte summen forblir under et kritisk regulatorisk punkt.

Et godt eksempel på dette kan være prisreguleringen av landbruksjord fastsatt i konsesjonsloven (2003). Dyrkamark er prisregulert etter loven og selger av jorden ønsker kanskje mer enn det loven tillater for arealene. Kjøper og selger kan da bli enige om å dele opp innløsningssummen slik at priskontrollen av dyrkamark ikke stopper salget. Kjøperen kjøper dyrkamarken for den priskontrollerte salgssummen samtidig som verdiløse eldre landbruksredskap kjøpes for langt over markedspris slik at totalsummen blir den samme. Skjematisk blir transaksjonen følgende:

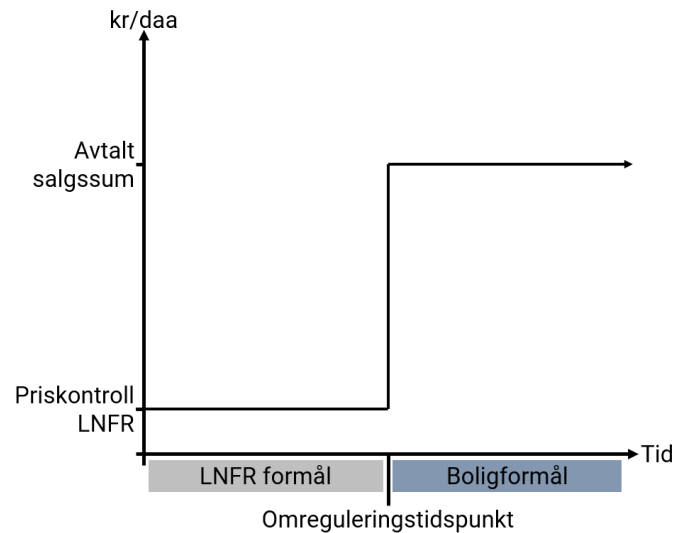


Figur 17: Eksempel på arbitrasjemuligheter som følge av økonomisk inkonsekvens, egenprodusert

*Tidsinkonsekvens* fremkommer når det er diskrepanser i hvordan lovverket regulerer transaksjonen over tid. Det innebærer at lovverket ikke reflekterer markedets prising av nåverdiene transaksjonen innebærer. Det kan innebære at partene har en arbitrasjemulighet ved å endre tidspunktet for transaksjonen slik at lovverket er fordelaktig.

Arbitrasjemuligheten oppstår også hvis partene vet det kommer nye lovendringer. Da kan partene avgjøre i dag transaksjonstidspunktet for avtalen og enten nyte av fordelene eller fjerne ulempene av lovendringene i framtiden.

Et godt eksempel på en tidsinkonsekvent arbitrasje er hvordan en omregulering av et areal etter plan- og bygningsloven (2008) endrer verdien på arealet betydelig. Når en eiendom er LNFR regulert så må arealene verdsettes og omsettes etter priskontrollens regler. Hvis arealene derimot omreguleres til bolig vil verdien per mål ikke lengre være prisregulert og verdien vil avgjøres av markedsverdien for boligtomter. Hvis partene vet at arealet med sikkerhet kommer til å omreguleres i nær framtid kan salgssummen avtales og låses gjennom en betinget kjøpsavtale. Avtalen er dermed ikke gjeldende før omreguleringen har funnet sted og selve transaksjonen begynner dermed først etter omreguleringen. På den måten kan avtalepartene omsette eiendommen uten at restriktive lovregimer vedrørende LNFR arealer trer inn ved at de endrer omsetningstidspunktet.



Figur 18: Skjematisk representasjon av en betinget kjøpsavtale på LNFR arealer som innebærer en tidsinkonsekvent arbitrasjemulighet.

## Kapittel 4 Empiri

Kapittelet presenterer avtalekomponenter fra de undersøkte avtalene som er relevant for problemstillingen. Hensikten med presentasjonen er å fremheve empiriske observasjoner som analyseres i det senere drøftelseskapittelet. Opsjonsavtalene som er innhentet betegnes etter hvilken kilde som tidligere har offentlig presentert avtalen.

### 4.1 Hille-Dahl avtalen

Avtalen er innhentet fra mastergradsoppgaven til Johan B. Hille-Dahl *'opsjonsavtaler –en studie blant eiendomsutviklere i Norge'* (Hille-Dahl, 2018). Ifølge avtalens punkt 1 gjelder kjøpsopsjonen kun for et begrenset areal av eiendommen som grunneier besitter. Avtalebestemmelsen presiserer videre opsjonsarealets størrelse i dekar og stedfester arealenes beliggenhet innad på eiendommen gjennom en vedlagt skisse. Ved innløsning av opsjonen vil grunneier få et fastsatt beløp ifølge avtalepunkt 2. Den avtalte løsningssummen er utfra ordlyden et fast kronebeløp for alle de aktuelle dekarenhetene eiendom. Innløsningssummen justeres årlig med et fast kronebeløp inntil opsjonsavtalen eventuelt innløses. Det fremkommer ikke fra avtalens ordlyd at eiendomsutvikleren må betale en opsjonspremie for opsjonsrettigheten.

Avtalen er ifølge punkt 5 gyldig i 10 år. I avtalebestemmelsene punkt 1 fremkommer det at avtalen gir utbyggeren en opsjonsrett på arealene og at grunneier pålegges rådighetsinnskrenkninger. Ifølge avtalepunkt 1 kan opsjonen utløses dersom arealene blir omregulert fra LNFR og over til enten boligformål eller næringsformål.

Avtalen pålegger eiendomsutvikleren å dekke kostnadene knyttet til grunneiers juridisk bistand jamfør punkt 1 i avtalen. Grunneier er pålagt å gi eiendomsutvikleren en veirett over sitt resterende areal hvis opsjonen innløses.

### 4.2 Uldal avtalen

Avtalen er innhentet fra mastergradsoppgaven til Sigurd Bergersen Uldal *'bruken av opsjonsavtaler ved erverv av areal til senere utvikling –en studie blant eiendomsutviklere på Sørlandet og Østlandet'* (Uldal, 2022). Ifølge avtalens punkt 1 gjelder opsjonsavtalen for et avgrenset del av grunneiers eiendom. Arealet er definert i antall dekar og dens plassering er stedfestet i et vedlagt kart. Eiendommen er på avtaletidspunktet avsatt til LNFR formål i kommuneplanen. Punkt 1 utdyper videre at eiendomsutvikleren har som hensikt å omregulere arealene til boligformål.

I punkt 2 fremkommer det at opsjonsretten er generell jamfør første punktum ettersom ordlyden i bestemmelsen ikke avgrenser retten til kun boligformål. Punkt 2 andre ledd gir eiendomsutvikleren en rett til forlengelse av avtalen på samme vilkår hvis arealet ikke er omregulert til boligformål i form av en reguleringsplan. Tredje ledd forkorter opsjonsperioden ned til seks måneder etter at en endelig reguleringsplan er vedtatt i kommunen.

Punkt 3 pålegger eiendomsutvikleren en aktivitetsplikt der aktøren må utføre omregulering og utvikling av eiendommen til boligformål. Kostnaden med å utføre dette arbeidet bæres av eiendomsutvikler for de kostnadene som er relatert til det aktuelle boligprosjektet. Avtalen pålegger grunneier å avstå fra enhver disposisjon, eksempelvis avhending og pantsetting av opsjonsarealet. Disse rådighetsinnskrenkningene gjelder i opsjonsperioden. Ettersom vi ikke har kjennskap til opsjonsavtalens varighet antas det at det ikke er en konflikt mellom avtalens innhold og rådighetsinnskrenkningenes løpetid.

Ifølge avtalen pliktes partene å søke løsninger som i felleskap reduserer uforutsette kostnader ved eventuell forurensning eller forminner jf. punkt 5. Hvordan disse skal løses er ikke nærmere spesifisert. Hvis det ikke er uforutsette kostnader vil grunneier bli betalt et beløp per boenhet som realiseres jf. punkt 6. Det er ikke spesifisert en kvadratmeterstørrelse per boenhet. Jamfør punkt 8 er vederlaget fastsatt i punkt 6 avhengig av at opsjonsarealene blir regulert med en minimums totalutnyttelse (TU) på en ukjent prosent. Hvis TU-en avviker med enten mer eller mindre enn 10 % pålegges partene å reforhandle et nytt vederlag per boenhet.



### 4.3 Hval & Lunde avtalen

Avtalen er innhentet fra mastergradsoppgaven til Per Gunnar Hval og Simen Lunde *'Opsjonsavtaler sett fra grunneiers ståsted'* (Hval & Lunde, 2020). Avtalen gjelder deler av eiendommen til grunneier der det konkrete arealet er identifisert på et vedlagt skisse ifølge punkt 1. Antallet dekar som inngår i det avmerkede arealet på kartet estimeres i avtalen men fastslås ikke konkret. Opsjonsperiodens varighet er konkretisert til å gjelde frem til en bestemt dato i framtiden. Punkt 2 konstaterer at opsjonen kan utøves etter at planarbeidet er godkjent av kommunen og endelig stadfestet. Opsjonsretten er ikke begrenset til et bestemt arealformål, men avtalen indikerer at intensjonen til partene er at det utvikles til boligformål.

Eiendomsutvikleren blir i avtalen forpliktet til å planlegge et boligprosjekt på eiendommen ifølge punkt 3. Det er eiendomsutvikleren som må bære kostnadene ved planarbeidet og fradelingen av de aktuelle arealene. Grunneier er begrenset av rådighetsinnskrenkninger jamfør punkt 4.4 i avtalen fra å utføre eventuelle avhendelser eller stiftelser av nye rettigheter på arealene.

Opsjonsavtalens innløsningssum fremkommer i avtalens punkt 6. Innløsningssummen er på et ukjent beløp per kvadratmeter for arealene innenfor opsjonsarealene som egnes topografisk til boligbygging. Resterende opsjonsareal som ikke egnes for bebyggelse av forskjellige grunner godtgjøres ifølge avtalen med 25 % av innløsningssummens kvadratmeterbeløp. Avtalen presiseres at slike områder er blant annet spesialområder og bevaringsområder etter plan- og bygningsloven (1985) § 25. Det fremkommer av avtalepunkt 3.1 at eiendommen finnes i Gjerdrum kommune.

Innløsningssummen skal ifølge avtalepunkt 6 tredje ledd justeres i samsvar med konsumprisindeksen (KPI) regnet fra kontraktsdatoen og frem til tiltredelse. Ifølge fjerde ledd skal kvadratmeterprisen korrigeres utfra gjennomsnittlig markedspris for råtomt i området hvis forskjellen mellom avtalt kvadratmeterpris og konsumprisjustert pris avviker vesentlig. Innløsningssummen utbetales trinnvis der 50 % av totalbeløpet forfaller 60 dager etter at opsjonen er utøvd, og de resterende 50 % forfaller til betaling 12 måneder etter utøvelse.

Grunneier har ifølge avtalen en rett til å kreve 10 opparbeidede tomter for en pris lik utbyggers nettokostnad. Nettokostnaden inkluderer grunnervervet, teknisk opparbeidelse og planlegging.

## Kapittel 5 Drøftelse og analyse

### 5.1 Innledende bemerkelser

Drøftelseskapittelet innledes med en drøftelse av hva ELO kontrakter materielt inneholder. Slik nevnt i teorikapittelet er det ingen kjent faglitteratur i Norge utover masteroppgaven til Kopperud (2019) vedrørende ELO kontrakter. Presentert teori er derfor fragmentert og ikke kontekstualisert. Det er derfor hensiktsmessig å drøfte opsjonstypen først før opsjonstypens risikodesign, struktur og fordeling.

### 5.2 Drøftelse av eksotiske LNFR opsjoner

I forskningsoppgaven til Victor Fleischer (2010) skildres det et bilde av at regulatorisk arbitrasje er en konsekvens av at det er tre parter ved et forhandlingsbord; kjøperen, selgeren og staten. Ved en transaksjonsavtale har kjøperen og selgeren kommet prinsipielt frem til deres økonomiske fordeling i kjøpet. Imidlertid kan kjøpet tynges av transaksjonskostnader og restriksjoner pålagt av staten gjennom lover og regler. Det kan være skatter og avgifter, eller forbud mot visse konstellasjoner og strukturer som fordyrer eller forbyr et slikt ønsket salg.

Fleischer viser til at staten er en passiv part i forhandlingene og den eventuelle avtalen ved at de ikke er direkte ved forhandlingsbordet. Statens deltagelse er kun i form av skriftspråket som definerer de konkrete lover, regler og tidligere forvaltningspraksis. Avtalepartene kjøper og selger kan derfor planlegge transaksjonen slik at det materielle og økonomiske innholdet i avtalen forblir det samme samtidig som transaksjonen er innenfor de regulatoriske rammene. Det Fleischer påpeker er at alternative avtaleformer, og avtaleoppsett derfor ofte brukes for å oppnå samme resultat.

Fleischers beskrivelser av regulatorisk arbitrasje er et godt utgangspunkt for å drøfte eksistensen og bruken av eksotiske LNFR opsjoner. Innledende bemerkes det at tidligere norsk forskning på eiendomsopsjoner generelt har avdekket at avtalen ofte brukes som et samarbeidsverktøy. Uldal (2022) bemerker i sitt mastergradsarbeid at begrepene intensjonsavtaler og opsjonsavtaler ofte brukes om hverandre i kontraktene som Uldal undersøkte. Hval og Lunde (2020) konstaterer i sine drøftelser at formålet med en eiendomsopsjonsavtale er at avtalen inntreffer og at et salg av tomt blir gjennomført. Jørgensen og Nguyen (2018) beskriver intensjonen ved opsjonsavtaler som et posisjoningsverktøy der bruken kan være ment å få flere grunneiere med på laget slik at prosjektet blir gjennomførbart.

Alle disse tidligere konklusjonene forutsetter en hvis samhandling, og felles interesse mellom grunneier og eiendomsutvikleren. Denne norske eiendomspektivforståelsen av opsjonsavtaler som instrument differensierer seg svært fra det internasjonale økonomiske perspektivet presentert i teoridelen. CFA instituttet har slik nevnt i teoridelen beskrevet opsjonsavtaler på et fundamentalt nivå som et nullsumspill. Det vises her særlig til figur 4 og 5 som viser at en generell opsjonsavtale på et grunnleggende nivå har inverse avkastningsfordelinger mellom kjøper og selger. En opsjonsavtalepart genererer profitt på bekostning av den andre part når opsjonsprisen og innløsningssummen er fastsatt i en opsjonsavtale.

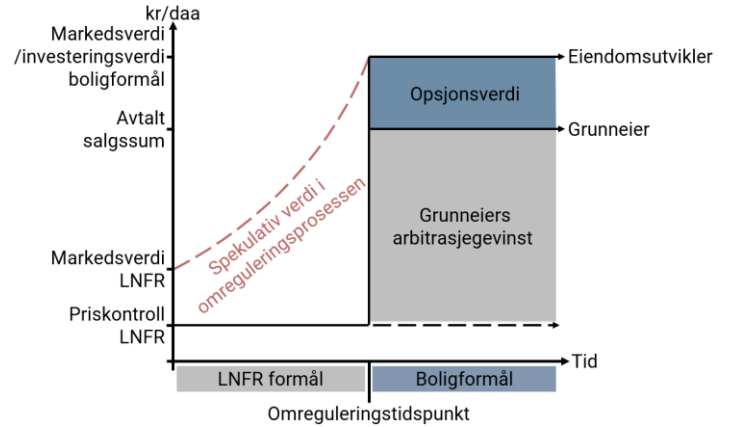
Når det norske eiendomspektivet ikke samsvarer med det større økonomiske perspektivet må det være en alternativ forklaring på opsjonsbruken. Det kan vanskelig akademisk rettferdiggjøres at opsjonsavtaler brukes som samarbeidsavtaler uten videre når avtaleformens egentlige funksjon som finansielt instrument er at partene skal ha motstridende interesser. Den logiske konklusjonen som kan ekstraheres fra de presenterte premissene er derfor at avtaleformen benyttes i realiteten som et regulatorisk arbitrasjeinstrument. Partenes egentlige intensjon kan logisk antas å være at eiendomsutvikleren skal få utvikle eiendommen i bytte mot at grunneier får betalt for eksempelvis boligtomter fremfor LNFR areal.

Denne drøftelsen samsvarer med en antagelse om at aktørene er logiske investorer. Prisen på prisregulert LNFR regulert dyrkamark er utfra egenerfarte tall 10 kr./m<sup>2</sup> (Andersen, personlig kommunikasjon, 2023). Markedsprisen per detaljregulert m<sup>2</sup> BRAs boligformål var i et prosjekt jeg jobbet med på 7000 kr./m<sup>2</sup>. Hvis en forutsetter disse tallene og antar at forholdet mellom BRAs og tomteareal er 1:1 i et teoretisk prosjekt vil en kvadratmeter BRAs være 700 ganger mer verdt enn en kvadratmeter LNFR regulert dyrkamark. For produktiv skog er den egenerfarte prisregulerte prisen på mellom tre til fem kroner per kvadratmeter. Prisen på en kvadratmeter BRAs ville i et slikt tilfelle være verdt rundt 1400 til 2300 ganger mer enn det skogen er verdsatt til på prisregulerte landbrukseiendommer. Disse tallene er selvsagt personlig erfarte enkelttilfeller, men poenget som skal fremheves er at verdiforskjellene på LNFR og andre arealformål kan være markant.

Det kan antas at grunneiere av LNFR arealer er kjent med at denne prisdifferansen i en eller annen grad er relativt stor. Hvis LNFR arealet er gunstig plassert i forhold til relevant infrastruktur vil eiendommen inneha et prisspekulativt priselement slik beskrevet av Geltner et al. i figur 13. Rasjonelle grunneiere med gunstig plasserte LNFR eiendommer vet at eiendommene har et potensiale til å utvikles til andre arealformål. Grunneierne har derfor en interesse av å utvikle eiendommen fra LNFR og over til bolig, næring eller andre ikke prisregulerte arealformål for å yte økonomisk avkastning.

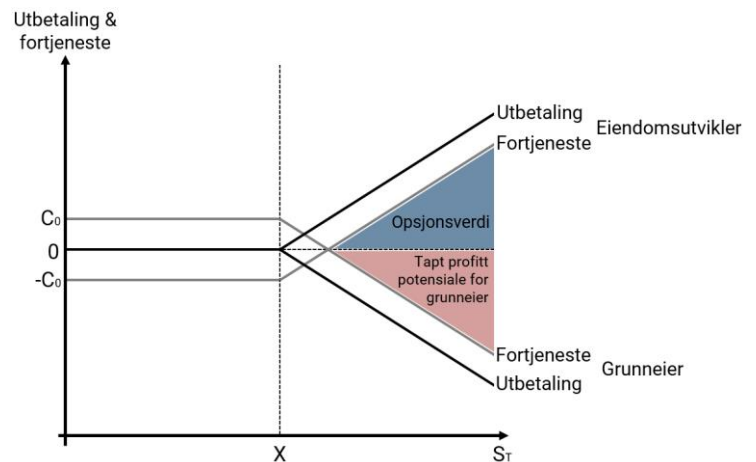
Samtidig har de fleste grunneiere av LNFR arealer verken tilstrekkelig kompetanse eller finansielle ressurser til å gjennomføre en slik arealplanlegging og eiendomsutviklingsprosess. Eiendomsutviklere har på sin side vanligvis denne kompetansen, og de finansielle midlene som skal til for å gjennomføre prosjektet. Eiendomsutvikleren har derimot ikke den konkrete eiendommen og må erverve denne via akkvisisjon. Problemet for grunneier og eiendomsutvikleren er at det er regulatoriske hensyn som stopper partene fra å gjennomføre en transaksjon før eiendommen er omregulert. Slik nevnt i teoridelen kan ikke andre enn fysiske personer erverve tradisjonelle landbrukseiendommer med konsesjonsplikt etter konsesjonsloven. Videre kan ikke konsesjonsbelagte eiendommer omsettes for mer enn priskontrollen tillater. Det betyr at den faktiske akkvisisjonen må utsettes hvis grunneier skal få en salgssum som reflekterer en grunneiers rasjonelle forventninger utfra eiendommens plassering. Det oppstår derfor en økonomisk medavhengighet mellom partene der begge ønsker å utvikle eiendommen slik at pris- og eierskapskontrollen bortfaller og at transaksjonen kan gjennomføres.

Eiendomsopsjoner gjør dette mulig ved å kapitalisere på konsesjonslovens tidsinkonsekvens. Når salget er avtalt i framtiden slår ikke konsesjonsloven inn når området er omregulert. Eiendomsutviklerens direkte avkastning fra opsjonsavtalen avhenger av hvor stor differanse det er mellom den avtale innløsningssummen og markeds- eller investeringsverdien på eiendomservvertidspunktet. Utfra et utgangspunkt i figur 18 kan figur 19 nedenfor representere dynamikken som er diskutert.



Figur 19: Figuren viser tidsinkonsekvensen mellom priskontrollen på LNFR eiendom, markedsverdien på boligtomter og grunneiers rasjonelle prisforventninger utfra en spekulasjonsverdi. Videre vises avtalepartenes avkastningsfordeling ved ordningen. Grunneier tjener på differansen mellom priskontrollen og avtalt salgssum. Eiendomsutvikleren tjener på differansen mellom salgssummen og markeds/investeringsverdi.

Utfra et generelt økonomisk perspektiv vil differansen mellom avtalt innløsningssum og markeds- eller investeringsverdien være opsjonsverdien slik sett i figur 19. Hvis vi forholder oss til de teoretiske antagelsene så kan avtalepartenes forhold til den konkrete opsjonsverdien presenteres følgende:



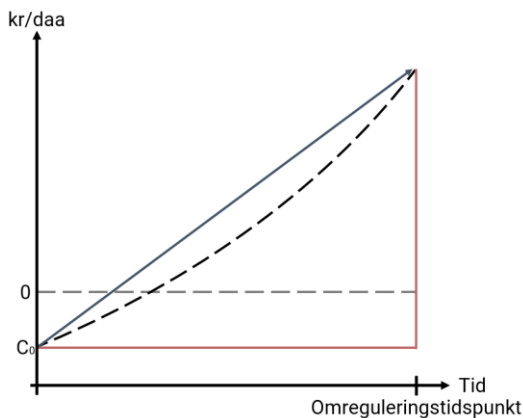
Figur 20: Opsjonsverdiens forhold til avtalepartenes avkastning.  $0=0kr$ ,  $C_0$ =opsjonens premium,  $X$ =utøvelsesprisen og  $S_T$ =eiendommens markedsverdi. Egenprodusert.

Eiendomskjøpsopsjoner er grunnet overnevnte forhold et gunstig grunnlag for samarbeid mellom grunneier av LNFR arealer og en eiendomsutvikler. Det som skiller eksotiske LNFR opsjoner fra de resterende eiendomsopsjonstypene er deres binære asset-or-nothing funksjon. Funksjonen har to komponenter.

Den første komponenten er om en spesifisert hendelse inntreffer eller ikke. Hvis hendelsen forekommer i opsjonsperioden kan opsjonshaver innløse opsjonen. Hvis den spesifiserte hendelsen ikke inntreffer har ikke opsjonshaver rett til å utøve opsjonen. For binære aksjeopsjoner kan dette være at en aksjekurs eksempelvis går over en terskelpris. For ELO kontrakter er den binære hendelsen hvorvidt LNFR arealet blir omregulert eller ikke. Avtaleformen kan derfor sies å være en betinget opsjonsavtale med noen av de samme restriktive trekkene som betingede kjøpsavtaler.

Den andre funksjonen er asset-or-nothing komponenten. Hvis den binære hendelsen inntreffer kan en løse inn opsjonen og få aktivumet. Opsjonsavtalen gir med andre ord eiendomsutvikleren en avkastning på enten eiendommen eller ingenting.

Opsjonstypen skiller seg derfor eksempelvis fra Amerikanske opsjoner som kan innløses til ethvert tidspunkt og den underliggende spekulative verdien. Forskjellene kan best vises nedenfor i grafen:



Figur 21: Verdien av en opsjon i en opsjonsperiode gitt at opsjonspremien er den samme. Amerikansk opsjon=blå, spekulativ verdi= stiple svart, Eksotisk LNFR opsjon=rød,  $C_0$ =opsjonspremien. Egenprodusert

Bruken av binære opsjoner på LNFR areal har også en økonomisk fordel for eiendomsutvikleren. Binære opsjoner har et langt mer innskrenket og risikofyllt utfall. Enten kan eiendomsutvikleren sitte igjen med eiendommen eller ingenting. Dette er i motsetning til Amerikanske opsjoner der eiendomsutvikleren kan innløse opsjonen uavhengig av spesifikke hendelser. Resulterende er at Amerikanske opsjoner kan fange opp verdien på eiendommen før omregulering og på den måten sikre en gevinst før omreguleringstidspunktet inntreffer. Når eiendomsutvikleren tar over mindre av realopsjonen til grunneier er dette en risiko man må kompenseres for ved binære opsjoner. Binære opsjoner er derfor billigere enn Amerikanske opsjoner enten i form av en billigere opsjonspremie eller innløsningssum hvis en forutsetter rasjonelle avtaleparter.

Samtidig vet eiendomsutvikleren at vedkommende som følge av de tidligere nevnte regulatoriske hensyn ikke kan overta LNFR eiendommen før omregulering uansett. Forskjellen i handlingsrommet mellom binære og ordinære LNFR opsjoner er derfor tilnærmet lik samtidig som de binære er billigere. Rasjonelle eiendomsutviklere vil derfor benytte seg av ELO kontrakter grunnet deres lavere kostnad og relativt like risikobilde til ordinære opsjoner på LNFR eiendommer.

En avsluttende drøftelse ved eksotiske LNFR opsjoner er det ustandardiserte OTC elementet. At opsjonstypen ikke er standardisert tillater partene i langt større grad å risikofordeler ut fra partenes konkrete risikotoleranse og behov. Partene kan inkludere avtaleklausuler som i stor grad endrer hovedpreget ved avtalene for å imøtekomme behovene partene har. Denne fordelingen oppnår sannsynlig en paretoeffekt der avtalene blir mer enn et nullsumspill slik de fleste enkeltstående ordinære opsjonsavtaler i bunn og grunn er.

Reguleringsrisikoen i eiendomsutviklingsprosessen blir derfor i den grad partene ønsker det overført fra grunneier og over til eiendomsutvikleren. Denne risikooverføringen muliggjøres ettersom avtalene er over-the-counter (OTC) der partene kan forhandle om avtalens struktur. Dette er i motsetning til markedsplassomsatte opsjoner der avtalene er standardiserte og partene ikke har mulighet til å gjøre annet enn å fordelingsforhandle. At ELO kontrakter er relativt ustandardiserte og OTC omsatte underbygger også drøftelsen om at de i realiteten er arbitrasjekonstruerte samhandlingsavtaler.

## 5.3 Drøftelser av delproblemstilling 1

“I hvilken grad kan risikofordelingen være asymmetrisk mellom avtalepartene og i så fall hvordan?”

Delproblemstilling 1 har den hensikt å undersøke et avgrenset aspekt ved hovedproblemstillingen. Målet med delproblemstillingen er å skildre om det finnes en balanse mellom risikoen til avtalepartene eller om en av partene tynges mer enn den andre. Hvis risikofordelingen og risikooverførselen er asymmetrisk er et mål ved delproblemstillingen å undersøke innen hvilken arena denne risikoovervekten finner sted. Drøftelsene og undersøkelsene er derfor avgrenset til de forskjellige seksjonene av avtalen og avtalens helhetlige preg blir heller drøftet i hovedproblemstillingen.

Utgangspunktet for drøftelsene er empiriens innhold. Bakgrunnen for fokuset er at tidligere forskning ved NMBU har identifisert opsjonsavtaler som risikoreduserende.

### 5.3.1 Valgt av avtaleform som risikofordelingsutgangspunkt

Selv om ELO kontrakter er arbitrasjeinstrumenter kan det være at den ene part er gunstigere posisjonert enn den andre. Slik nevnt i teoridelen så finnes det forskjellige typer avtaler som pålegger i varierende grad avtalepartene plikter og rettigheter. Det er derfor innledende greit å starte med den kanskje mest opplagte asymmetrien mellom avtalepartene, den brukte avtaleformen. Eksotiske LNFR opsjoner er slik tidligere drøftet en betinget opsjonsavtale. Avtaleformen begrenser derfor handlingsrommet til eiendomsutviklerens rett men ikke en plikt til å kjøpe, sett i forhold til en betingelsesløs opsjonsavtale. Samtidig er den ikke like forpliktende ovenfor eiendomsutvikleren slik det en betinget kjøpsavtale hadde vært. Avtaleformen kan derfor beskrives som en mellomting mellom betingelsesløse opsjonsavtaler og betingede kjøpsavtaler. Partenes risikofordeling faller derfor innenfor et spekter, eller et forhandlingsrom, mellom disse to avtaleformene. Grunneier og eiendomsutvikler kan derfor risikofordele slik at opsjonsavtalen ligner mer på en opsjonsavtale enn en betinget kjøpsavtale eller motsatt.

Uansett hva forhandlingsutfallet blir er grunneieren i større grad eksponert for avtalerisikoen enn eiendomsutvikleren med hensyn til forpliktelser ovenfor motpart. Figur 22 illustrerer i hvilken grad de forskjellige avtaleformene pålegger partene forpliktelser og påfølgende risiko.



Figur 22: Graden av forpliktelse avtalepartene påføres utfra hvilken avtaleform som legges til grunn i en eiendomsutviklingsprosess. Graden av forpliktelse er korrelert med risiko. Eksotiske LNFR opsjoner faller under betingede opsjonsavtaler. Egenprodusert.

### 5.3.2 Systematisk risiko

De presenterte opsjonsavtalene identifiserer flere tilfeller der avtalepartene fordeler systematisk risiko. Det første elementet som er gjennomgående for alle avtalene er at eiendomsutvikleren har en eksklusiv opsjonsrettighet tilknyttet et bestemt arealformål. I Hille-Dahl avtalen er den binære utløserhendelsen at området blir omregulert til bolig eller næring. For Hval & Lunde avtalen er løsningsretten kun tilknyttet boligformål og for Uldal avtalen er løsningsretten generell.

Denne avgrensningen kan ha en positiv risikofordelingseffekt for partene på flere måter. Innledende vises det til at alle de innsamlede avtalene kun omhandler deler av grunneierens LNFR eiendommer. At grunneier vet hvilket arealformål en utvikler på en avgrenset del av eiendommen er positivt med tanke på at de kan innrette seg etter dette på den gjenværende eiendommen. Hvis grunneier eksempelvis har intensjoner om videreutvikling av resteieendommen er det risikoreduserende å vite hva som skal bygges på opsjonsarealet. Det kan eksempelvis tenkes at det hadde vært en risiko for at andre uforutsette arealformål hadde blitt utviklet i stedet for det arealformålet partene opprinnelig så for seg. Slike uforutsette arealformål har potensialer for å hindre en grunneiers videre påtenkte utvikling av resteieendommen som ikke inngår i opsjonsavtalen. Et slikt eksempel kan være at grunneier ønsker å utvikle hele eiendommen til hyttetomter. Da blir det ganske vesentlig for grunneier at opsjonsarealet utvikles til hytter og ikke eksempelvis vindmøller som hindrer en videre utvikling av resteieendommen til hytteformål.

Spesifiseringen av opsjonsavtalens avgrensede arealformål gjør det også mulig for grunneier å velge hvilken  $\beta$  eksponering vedkommende ønsker helhetlig i utviklingsprosessen av eiendommen. Det vises her til teoridelen figur 9. Figuren viser at enkelte eiendomssegmenter er mer påvirket av markedet enn andre. Grunneier kan derfor velge i hvilken grad de ønsker markedseksponering når arealene utvikles og konverteres fra LNFR arealer. LNFR arealer har som figuren antyder en  $\beta$  på tilnærmet 0.



Samtidig er spesifisering av arealformålet gunstig for eiendomsutvikleren. Vedkommende kan imøtekomme grunneiers forventninger parallelt med at eiendomsutviklingsprosessen er innenfor et eiendomssegment eiendomsutvikleren ønsker å utvikle.

Fordelen med å spesifisere arealformålet har på den andre siden også noen negative sider for risikobildet. En vesentlig risiko for grunneier er at opsjonsretten ofte er en eksklusiv rett slik beskrevet i de fremlagte avtalene. Slik sett i figur 8 er dette derfor en innskrenkning av grunneiers realopsjon i avtaleperioden når arealformålet er positivt avgrenset. Dette er en vesentlig risiko hvis grunneier i opsjonsperioden skulle se indikasjoner på at andre arealformål er mer realistiske å fokusere eiendomsutviklingen på. Eksempelvis kan dette være at kommunen ikke ønsker boligbygg på eiendommen, men muligens er åpne for å etablere et pukkverk. Grunneiers realopsjonsinteresse kan da komme i konflikt med eiendomsutviklerens opsjonsinteresse som kan være avgrenset til kun å gjelde bolig. Det vises her til Hille-Dahl avtalen som har en varighet på 10 år. Opsjonsperioden og opsjonsperiodene på eiendom generelt kan være svært lang. Konsekvensene av å velge å inngå en opsjonsavtale på feil arealformål kan derfor være vesentlige.

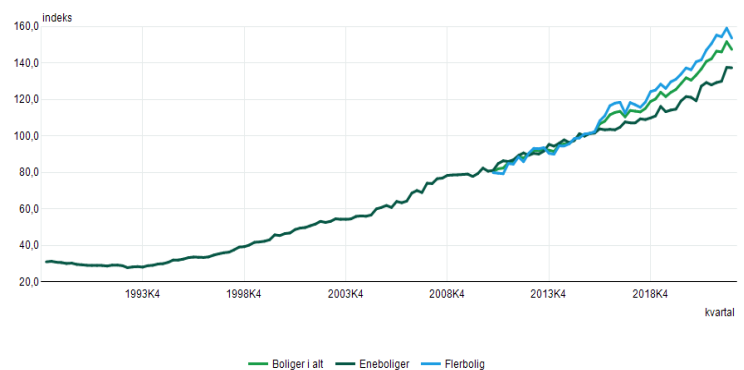
Relatert til denne problematikken er det at grunneier binder seg selv til en bestemt eiendomsutvikler. Avtalen innebærer derfor en motpartsrisiko for grunneieren der sannsynligheten for omregulering og innløsning avhenger til dels på eiendomsutviklerens kompetanse og økonomiske midler. Hvis eiendomsutvikleren mangler kunnskap eller erfaring kan dette medføre at prosessen stagnerer eller stopper helt opp. Hvis eiendomsutvikleren mangler økonomiske midler kan kvaliteten på eiendomsutviklingsprosessen synke. Samlet sett løper grunneier en risiko med at en uegnet eiendomsutvikler reduserer sannsynligheten for at arealet omreguleres. Denne risikoen forsterkes av at det i alle avtalene er fremlagt rådighetsinnskrenkninger på grunneiers eiendom. Disse kan være svært restriktive, som eksempelvis forbud mot usanksjonerte salg eller panteheftelser av eiendommen. Grunneieren løper derfor en vesentlig finansiell risiko ved at deres økonomiske handlingsrom er innskrenket. Hvis LNFR eiendommen er bostaden til grunneier utgjør dette også mest sannsynligvis den største egenkapitalplasseringen til en gjennomsnittlig grunneier. En vanlig grunneiers finansielle helse kan derfor være sterkt påvirket av valget om å delta i en slik eiendomsopsjonsavtale.

Motpartsrisikoen er i stor grad ikke et tilfelle for eiendomsutvikleren ettersom grunneier har en passiv rolle i utviklingsprosessen. Eiendomsutvikleren blir heller ikke pålagt rådighetsinnskrenkninger slik grunneieren blir. Enkelte av avtalene i empirien har derimot fastsatt at eiendomsutvikleren har en aktivitetsplikt i opsjonsperioden for å adressere denne ubalansen. Imidlertid spesifiserer ikke aktivitetsplikten noen juridiske bindende krav om kvaliteten på arbeidet.

I Hval & Lunde avtalen har risikoen for at eiendomsutvikleren bruker lengre tid enn forventet vært til dels balansert ved bestemmelser om KPI justeringer. Grunneier har rett på en KPI justert innløsningssum slik at inflasjonsfaktoren ikke reduserer avkastningen over flere år. Samtidig har KPI justeringsbestemmelsen også flyttet styringsrenterisikoen over på eiendomsutvikleren. I Hval & Lunde avtalen er derfor grunneier bedre beskyttet mot styringsrenterisiko, og at eiendomsutvikleren bruker unødvendig lang tid på prosessen enn i eksempelvis Hille Dahl avtalen der kronebeløpet er fast.

KPI justering av innløsningssummen overfører derimot kun inflasjonsrisikoen over til eiendomsutvikleren. Grunneier løper fortsatt en risiko for at arealformålet øker i verdi urelatert til inflasjon eller styringsrenten. Det vises her til statistisk sentralbyrås tabell nedenfor der en indeksjustert boligverdiendring presenteres. Hvis vi ser eksempelvis på den indeksjusterte verdiendringen mellom 2008 og 2018 ser vi en økning på ca. 50 %. Hvis grunneier hadde låst seg til en 2008 fastsatt markedspris over 10 år var denne økningen noe som ikke kom grunneier til gode. Tar en utgangspunkt i figur 20 kan gevinsten eiendomsutvikleren sitter igjen med, og grunneier ikke får nytte av være vesentlig høyere enn det grunneier realistisk så for seg. Essensielt er denne risikofaktoren det grunnleggende nullsumspillet presentert i teorikapittelet, og kommer i aller størst grad eiendomsutvikler til gode.

11386: Prisindeks for nye boliger, etter boligtype og kvartal. Prisindeks (2015=100).



Figur 23: Indeksjustert verdi av boliger (Statistisk sentralbyrå, 2023 b)

### 5.3.3 Usystematisk risiko

De presenterte avtalene identifiserer på lik linje med systematisk risiko også fordelingen av usystematisk risiko. I Uldal avtalen pålegges avtalepartene å søke løsninger som reduserer uforutsette kostnader ved eventuell forurensning eller forminner. Videre pålegges partene en reforhandlingsplikt hvis den totale utnyttelsen devierer fra avtalepartenes mål med enten mer eller mindre enn 10 %. Innløsningssummen er også i form av et kronebeløp per boenhet.

Uldal avtalen indikerer at eiendomsutviklere kan i en relativt stor grad forhandle bort usystematisk risiko i eksotiske LNFR opsjonsavtaler. En grunneier kan i liten grad bidra kostnadsreducerende i en opsjonsavtale fordi de er den passive part i eiendomsutviklingsprosessen. I praksis innebærer dette at grunneier kanskje må bidra med et kompensierende areal eller en reduksjon i innløsningssummen. Videre er grunneierens utbytte direkte låst til antall enheter bolig og ikke antall totale kvadratmeter BRAs. Det betyr at grunneiers opsjonsutbytte kan variere svært utfra antall uoppdagede kulturminner, grunnforurensning og boenhetenes størrelse. Hvis eiendommen ikke befinner seg i en kommune med en bolignorm kan avtalen gi eiendomsutvikleren insentiver til å bygge større enheter for å redusere innløsningssummen. Det fremkommer derimot at begge avtalepartene i avtalen er enige om at hvis den endelige TU verdien devierer med over 10 % må partene reforhandle.

I Hval & Lunde avtalen er også den usystematiske risikoen i stor grad overført til grunneier. Avtalen stipulerer at grunneier godtgjøres kun 25 % av avtalt innløsningssum for arealer som ikke egnest for utbygging av forskjellige grunner. Dette er en vesentlig risiko for grunneier ettersom eiendommen befinner seg i Gjerdrum kommune. Kommunen har lenge vært allmenkjent for å være kvikkleireutsatt og at deler av kommunen er relativt kupert i terrenget. Her er risikoen derfor i stor grad plassert på grunneier hvis deler av arealet skulle vise seg å være uegnet for bebyggelse.

Den systematiske risikoen innebærer helhetlig at grunneierens potensiale avkastning er svært usikker og kan variere i stor grad fra den forventede innløsningssummen.

### 5.3.4 Opsjonspremien

Et sentralt funn i alle avtalene fremlagt i empirikapittelet er at det tilsynelatende ikke utbetales et kontantbeløp for opsjonsrettigheten. Slik nevnt i teoridelen er et typisk kjennetegn ved opsjonsavtaler at innehaveren av aktivumet får et vederlag  $C_0$  for å overføre opsjonsrettigheten til selger. At det ikke ytes et monetært vederlag for rettigheten kan ved første øyekast antyde at rettigheten overføres gratis.

Imidlertid må dette synet kontrasteres i denne drøftelsen. En kan argumentere for at vederlaget som betales for opsjonsrettigheten er eiendomsutviklerens kostnader assosiert med reguleringsfasen beskrevet av Ness & Øyasæther. I alle avtalene pålegges eiendomsutvikleren disse kostnadene og det eventuelle tapet hvis eiendomsutviklingsinitiativet blir avslått av arealforvaltningsmyndighetene. En kan derfor argumentere for at eiendomsutvikleren fortsatt løper en risiko for å tape hele opsjonspremieinvesteringen selv om dette er i form av reguleringskostnader fremfor vederlag. Grunneier på sin side løper en langt mindre risiko i den forstand at tapet er i form av en alternativkostnad ved å ikke gå sammen med en annen utvikler. Eiendomsutviklere kan investere betydelige beløp i reguleringsfasen til prosjektet og risikoen parten tar kan være langt større enn en eventuell monetær vederlagskostnad til grunneier.

Samtidig kan disse kostnadene variere svært mellom de forskjellige eiendomsutviklerne. Slik nevnt tidligere kan mindre kompetente og useriøse eiendomsutviklere nedlegge minimalt med arbeid, sett i kontrast med mer profesjonelle aktører. Det kan godt tenkes at enkelte eiendomsutviklere erverver ELO kontrakter og ender opp med å intensjonelt kun sitte på retten for å se om kommunen tar initiativ til omreguleringsarbeid. I et slikt tilfelle har grunneier i realiteten gitt bort opsjonsretten gratis uten å ha fått et vederlag for løsningsrettigheten. I prinsippet vil dette føre til at hele konseptet med å bruke opsjonsavtaler som arbitrasjeinstrument kollapse, og grunneier har i realiteten plassert seg i en ordinær nullsumspill opsjonsposisjon. Denne risikoen er naturligvis en motpartsrisiko grunneier i stor grad er eksponert til. Eiendomsutvikleren kan også ha noe motpartsrisiko men eiendomsutvikleren er i langt mindre grad bundet enn grunneier. Hvis grunneier motarbeider reguleringsarbeidet kan eiendomsutvikleren alltid gå til neste prosjekt. Dette er ikke en mulighet for grunneier.

Det kan også være et tilfelle at en opsjonspremie i form av et pengevederlag ikke fremkommer i selve opsjonsavtalen. Det kan være slik at grunneier får en 'signeringsvederlag' eller 'sign on fee' av eiendomsutvikler i bytte mot å signere opsjonskontrakten i en separat avtale. Denne forklaringen er absolutt et realistisk scenario som ikke fremkommer fordi det kun er selve opsjonsavtalene som er analysert og drøftet i denne oppgaven.

## 5.4 Drøftelse av delproblemstilling 2

*“Hvordan kan avtaledesignet tilpasses for å etterkomme avtalepartenes risikobilde?”*

Siktemålet med delproblemstilling 2 er å utforske partspesifikke og ustandardiserte preg ved opsjonsavtalene. Fokuset skyldes at avtaleformen, som tidligere nevnt, er en ikke standardisert opsjonstype som handles gjennom et OTC system bestående av et nettverk av meglere og forhandlere (broker dealer network). Det betyr at avtalepartene har en relativt stor mobilitet vedrørende hva de kan avtale seg imellom.

I Hille-Dahl avtalen fremkommer det at grunneier har rett på å få dekket kostnadene sine relatert til juridisk bistand. Bestemmelsen antas å være et element som skal balansere avtalepartenes forutsetninger for forhandlinger. Det kan tenkes at grunneier av LNFR eiendommen verken er sterkt bemidlet eller tilstrekkelig juridisk kyndig. Avtalepartene kan derfor ha kommet til enighet om at tilstrekkelig og uavhengig juridisk bistand er nødvendig for at avtalen senere ikke skal bli ansett som urimelig. Avtaledesignet kan ha vært et element som var ment å bedre avtalenes risikobilde vedrørende avtalens fremtidige gyldighet.

I Hille-Dahl avtalen fremkommer det også at grunneier er pålagt å gi eiendomsutvikleren en veirett over sitt resterende areal slik at opsjonsarealene har veiadkomst. Denne veiadkomsten skal ifølge avtalen være slik skissert i avtalevedlegget, eller slik veiadkomsten fremkommer i en fremtidig reguleringsplan. Det er ikke kjent hvordan forholdene på eiendommen og omkringliggende terreng er med tanke på vei, men det virker å være et forhold som er viktig for eiendomsutvikleren. Det kan tenkes at grunneier ønsker å beholde kontrollen over veiarealet grunnet dens plassering i forhold til grunneiers husstand. Det kan også tenkes at eiendomsutvikleren kanskje ikke ønsker å betale for veiarealet.

Et alternativt syn kan være at grunneier ser også for seg en videreutvikling på sin resteiendom, og ønsker derfor eierskap til veien. Imidlertid er den innsamlede empirien her for begrenset og noe nærmere drøftelser rundt hensikten med bestemmelsen blir å gå utover det spekulative. Det essensielle her er at avtalepartene har valgt en løsning med muligheter for grunneiers videre eierskap over adkomstveiarealene, og eiendomsutviklerens fritak fra å betale for disse konkrete arealene.

I Uldal avtalen er det stipulert at eiendomsutviklerens opsjonsrettighet forkortes ned til seks måneder etter endelig omregulering. I denne perioden etter et endelig reguleringsvedtak har eiendomsutvikleren en innløsningsfrist for å benytte opsjonsrettigheten. Effekten er at opsjonstiden blir dynamisk utfra når arealene blir endelig omregulert slik at den opprinnelige opsjonsperioden blir avskåret. Det antas at det er grunneier som ønsket en slik bestemmelse og avtaledesignet har sin bakgrunn i datidens regelverk. Ettersom avtalen bruker TU antas det at opsjonen ble inngått før innførselen av TEK10 der TU ble faset ut til fordel for BRA i 2010. En bakgrunn for å innføre denne bestemmelsen antas å være at foreldelsesfristen etter foreldelsesloven (1979) § 3 starter å løpe fra det tidspunktet kravet tidligst kan gjøres gjeldende (Holdø, 2013). Foreldelsesfristen hadde da vært på tre år fra omreguleringstidspunktet. Grunneier har derfor mest sannsynlig tatt med bestemmelsen for å sikre seg mot at eiendomsutvikleren hadde brukt foreldelseslovens tre år på å avvente eventuelle gunstigere markedsforhold. Det kan eksempelvis tenkes at eiendomsutvikleren hadde benyttet seg av datidens treårsfrist for å 'vente ut' eventuelle nedganger i boligmarkedet. Strategien med å vente ut de tre årene hadde også vært en god strategi for eiendomsutvikleren hvis selskapet hadde kommet utenfor dårlige tider. Disse risikoelementene var noe grunneier tilsynelatende ønsket å avgrense ved å beskytte seg mot motpartens risikobilde.

Dette dynamiske avtaledesignet er kanskje enda mer relevant i dag for avtalepartene i eksotiske LNFR opsjoner. Siden 2010 har enkelte lovendringer medført at opsjonshavere har en langt lengre mulighet til å 'vente-ut' med å innløse opsjonen. Dette har sin bakgrunn i at lengstetidbestemmelsene i Lov om løsningsretter (1994) ikke trådte i kraft før 2014 jf. lovens § 23. Ifølge Skaare og Reusch (2017) så er det slik at *“For løsningsretter uten noe bestemt aktualiseringstidspunkt vil det i lys av dette være naturlig å legge til grunn at bortfall av rettighetene er særlig regulert gjennom løsningsrettslovens regler om lengstetid, og at «forholdets egenart» tilsier at løsningsretter i utgangspunktet ikke foreldes etter andre regler [...]”* (s. 121).



Risikoen kan derfor i dag sies å være langt større for en slik potensiell eiendomsutviklers 'utventing'. Hvis en teoretisk opsjonsavtale varer i 10 år og eiendommen blir omregulert i år 4 kan eiendomsutvikleren potensielt vente med innløsning i seks år, gitt at løsningsretten ikke har et aktualiseringstidspunkt.

I Hval & Lunde avtalen så fremkommer det at grunneier har rett på å kunne kreve 10 ferdigopparbeidede tomter til en pris tilsvarende eiendomsutviklerens nettokostnad. I avtalen fremkommer det at nettokostnaden inkluderer kostnader assosiert med grunnervet og planlegging. Den kan antas at det ligger to potensielle bakenforliggende årsaker til avtalebestemmelsen. Den første grunnen er at grunneier har et behov for en ny tomt. Dette kan være fordi arealene opsjonsavtalen omhandler blant annet inkluderer husstanden til grunneier. Det kan også tenkes at grunneier kanskje sikter å sikre sine arvinger eller bekjente byggeklare tomter i nærheten av sin bostad. Den andre faktoren kan være at grunneier ser at verdien på tomtene kan komme til å overstige innløsningssummen fastsatt i avtalen. Slik sett i figur 20 og 23 vil verdiøkningen som overstiger innløsningssummen direkte komme eiendomsutvikleren til gode. Dette er en direksjonell prisrisiko for grunneier som risikerer å selge seg ut for billig hvis verdistigningen på boligtomter i opsjonsperioden er større enn forventet. Avtalebestemmelsen sikter derfor til å muligens begrense prisdireksjonsrisikoen til grunneier ved å gi grunneier en opsjon i opsjonen (en såkalt compound option). Bestemmelsen kan beskrives som en delta hedge posisjon ved at grunneier prøver å begrense nedsidepotensialet ved å ikke besitte arealene lengre ut i eiendomsutviklingsprosessen.

Samtidig er posisjonen usikker med tanke på de konkrete kostnadene eiendomsutvikleren påløper seg ved grunnervet og planleggingsprosessen. Å tallfeste timeantallet eiendomsutvikleren bruker på spesifikt ervervet og reguleringen av arealet kan være vanskelig. Det er derfor en risikofaktor for at eiendomsutvikler kan dokumentere et høyt timeantall assosiert med prosjektet slik at nettokostnaden på tomtene tilsvarer markedsverdien på tomtene. På den andre siden har eiendomsutvikleren reelle kostnader tilknyttet grunnervet og utviklingen som bør kompenseres. Bestemmelsen er derfor positiv for både grunneier og eiendomsutvikler ved at grunneier får en investeringsmulighet og eiendomsutvikleren får dekket kostnadene sine vedrørende denne muligheten.

Helhetlig kan avtaledesignene beskrives som adaptive utfra hvilke partsspesifikke risikofaktorer som partene ønsker å begrense. Det er tilsynelatende et element av porteføljetilpasninger i avtalene slik at opsjonene er et ledd av en større porteføljerisikostyring.

## 5.5 Delproblemstilling 3

*“Hvilke større uforutsette risikomomenter kan oppstå når avtalepartene benytter denne typer opsjonsavtaler?”*

Intensjonen med delproblemstillingen er å undersøke og drøfte avtalenes helhetlige risikobilde ved bruk av opsjonsavtaler som avtaleformat. Fokuset er her mindre på partenes risikofordeling, og mer på hvordan opsjonsavtaler kan frembringe potensielt uforutsette risikomomenter som ikke kan forhandles bort. Noe av baktanken er å undersøke avtalepartenes risikofordelingsspillerom innenfor handlingsrommet av en opsjonsavtale slik sett i figur 22. Fokuset kan begrunnes med at det i tidligere drøftelser av problemstillinger kom frem at ELO kontrakter i stor grad er arbitrasjeinstrumenter. Et vesentlig moment med denne regulatoriske arbitrasjefunksjonen er at avtalen skal omforme det materielle innholdet slik at avtalene ikke strider med lovverket samtidig som sluttresultatet blir det samme. Fokuset her er derfor på om opsjonsavtaler som avtaletype muligens medbringer risiko som kan hindre den regulatoriske arbitrasjeintensjonen.

Drøftelsen fremover tar utgangspunkt i at avtalepartene er en gårdbruker og en eiendomsutvikler. Slik nevnt i metodekapittelet er identiteten til avtalepartene i de presenterte opsjonsavtalene ikke kjent. Jeg tar derfor et drøftelsesutgangspunkt i en statistisk generell gårdbruker og en typisk eiendomsutvikler.

Forskningssenteret Ruralis (2020) skriver at den gjennomsnittlige norske bonden er 52 år gammel. 84 % av bønder i Norge identifiserer seg som menn hvorav 32 % av disse har universitets- eller høyskoleutdanning. Av kvinnelige gårdbrukere så er andelen med universitets- eller høyskoleutdanning på 57 %. Rapporten fra Ruralis beskriver også at bønder over 60 år rapporterer i større grad enn bønder under 40 at økonomien har forverret seg i perioden 2015-2020. Agri Analyse (2019) skriver i landbruksbarometeret for 2019 at et årsverk innen landbruket lå gjennomsnittlig 275 000 kr under det til en gjennomsnittlig industriarbeider i 2018.

Ut fra denne informasjonen kan en norsk gårdbruker gjennomsnittlig karakteriseres som: eldre, sannsynligvis uten høyere utdanning og med lavere årsinntekt. Det kan også på generelt grunnlag antas at gårdsbruket er gårdbrukerens faktiske og eneste hjem.

En gjennomsnittlig gårdbruker vil som følge av den overnevnte karakteriseringen falle inn under kategorien 'ikke profesjonell kunde' etter verdipapirhandelloven (2007). Grunneieren kan som følge av overnevnte beskrivelser vanskelig kunne antas å kvalifisere til omklassifisering etter verdipapirhandelloven § 11-7 (2). Det er lite sannsynlig at kunden har utført to eiendomsopsjonstransaksjoner i gjennomsnitt per kvartal de siste fire kvartalene jf. bestemmelsens nr. 1. Det er en moderat usannsynlighet for at grunneier besitter en portefølje av eiendomsopsjoner og kontantbeholdninger på over 500 000 € jf. bestemmelsens nr. 2. Det er også usannsynlig at grunneieren har minst et års erfaring innen finansiell sektor i en stilling som krever kunnskap om eiendomskjøpsopsjoner jf. bestemmelsens nr. 3. Resulterende er at eiendomsutvikleren må i de aller fleste tilfeller vurdere hvorvidt eksotiske LNFR opsjoner er et produkt som egnes for den generelle gårdbruker jf. verdipapirhandelloven § 10-15. I lovbestemmelsen vektlegges kundens (grunneierens) kunnskap og erfaringsgrunnlag vedrørende det aktuelle investeringsområdet som et hovedmoment i egnethetsvurderingen.

Hval & Lunde (2020) konkluderte i sitt mastergradsarbeid med at grunneiere har en for dårlig forståelse av hva eiendomsopsjonsavtaler innebærer. Hval & Lunde mener også at grunneieres kompetanse er av en så dårlig art at personene i liten grad kan forutse og forstå avtalens potensielle utfall og varighet. Rønneberg & Lunde (2019) kom frem til samme resultat i sitt arbeid. Videre så påpeker Rønneberg & Lunde at eiendomsutviklere i stor grad må forklare grunneiere hva eiendomskjøpsopsjoner er og hvordan det vil påvirke grunneier ved en eventuell avtale. Ifølge Rønneberg & Lunde er kunnskapen så dårlig at de konkluderte med at eiendomsutviklere nesten bør ha en plikt til å rådgi grunneier om hva avtalen innebærer. Begge studiene har også indikert at eiendomsutviklere presenterer opsjonsavtalene som samarbeidsavtaler fremfor den finansfaglige forståelsen beskrevet i teoridelen.

Rønneberg & Lundes rapportering om at grunneiere ofte må rådføres av eiendomsutviklere indikerer også at det ofte ytes investeringsrådgiving under avtaleinngåelsesprosessen. Hvis grunneieres kunnskaper er begrenset om tematikken gir det mening at eiendomsutvikleren må forklare eiendomsopsjonskonseptet for å få parten til forhandlingsbordet. En rasjonell grunneier vil tross alt ikke gå med på å forhandle om en avtale som vedkommende ikke forstår hva fundamentalt er. Det kan derfor antas at det med stor sannsynlighet er en ren nødvendighet for eiendomsutvikler å yte investeringsrådgiving for grunneiere med lav kompetanse vedrørende finansielle instrumenter.

ELO kontrakter er slik drøftet tidligere svært eksotiske og komplekse i forhold til plain-vanilla opsjoner. Instrumentenes egenskaper, risikobilde og avkastningsspenn kan subjektivt beskrives som av en kompleksitet som krever relevant utdanning eller ekstensiv erfaring for å kunne forstå. I de fleste tilfeller kan en derfor konkludere med at investeringsrådgiving forekommer i en eller annen form. Investeringsrådgivingsaktiviteten der eiendomsutvikleren av nødvendighet må yte for en uprofesjonell grunneier krever konsesjon etter verdipapirhandelloven. Årsaken til dette er at anbefalingen til grunneier er vedrørende en bestemt transaksjon knyttet til et bestemt finansielt instrument.

At det ytes investeringsrådgiving har også en betydning for eiendomsutviklerens plikter etter verdipapirhandelloven § 10-15 (1). Bestemmelsen krever en dypere undersøkelse av kundens evne til å bære tap og kundens generelle risikobilde. Begrepet tap kan slik jeg tolker det forstås som finansielle tap i form av et konkret kronebeløp eller tap i form av alternativkostnad. Grunneier har derfor et stort tapspotensial i ELO kontrakter grunnet rådighetsinnskrenkningenes alternativkostnad. Alternativkostnaden kan gjerne tenkes å være svært høy hvis posisjonen hadde vært inngått med en mer kvalifisert eiendomsutvikler. Rådighetsinnskrenkningene medfører videre at grunneiers finansielle helse blir vesentlig forverret. Slik nevnt i teoridelen er kravene til investeringsrådgiving vedrørende illikvide finansielle instrumenter enda høyere. ESMA konkretiserer ikke begrepet illikvid men ettersom eiendomsopsjoner er uomsettelige antas det at disse er innenfor begrepsinnholdet. Ut fra avtalenes innhold og min generelle kjennskap til eiendomsopsjonsavtaleinngåelsesprosessen kan jeg ikke si med sikkerhet at eiendomsutviklere oppfyller ESMA sitt krav beskrevet i teoridelen.

Dette funnet samsvarer med konklusjonene til Kopperud (2019) som stiller et åpent spørsmål ved om HR-2013-642-S 'Røeggen saken' kanskje kan komme til anvendelse på LNFR opsjoner i enkelte tilfeller.

Imidlertid er ikke alle grunneiere like og det kan oppstå gråsoner som gjerne bør skildres. Slik nevnt tidligere i drøftelsen har utgangspunktet vært en gjennomsnittlig landbrukseier. Landbrukseiere har derimot svært forskjellige bakgrunner og kompetanser som kan påvirker hvorvidt opsjonstypen er egnet for vedkommende. Egnethetsvurderingen av kunden faller derfor på et spekter mellom klart egnet og klart uegnet.

En kunde som kan klart anses som egnet er en person som har ekstensiv kompetanse og erfaring med opsjonstypen eller finans generelt. Vedkommende har gjerne en bakgrunn eller utdanning som er relatert til tidligfase eiendomsutvikling. Denne teoretiske grunneieren er gjerne klar over avtalens særpreg samt dynamikk og kan selvstendig vurdere risikoen avtalen innebærer. Videre er vedkommende gjerne økonomisk bemidlet og gårdsbruket er ikke det største aktivumet personen besitter. Denne personen har også flere boligeiendommer der gårdsbruket ikke er personens faktiske hjem. Personen har også flere diversifiserte kontantstrømskilder over flere aktiva og  $\beta$  koeffisienter. En slik teoretisk person er nesten økonomisk upåvirket av rådhetsinnskrenkningene og kan absorbere et potensielt tap uten at dette i vesentlig grad påvirker den økonomiske helsen. Det er også stor sannsynlighet at vedkommende ikke må investeringsrådgives av eiendomsutvikleren for å forstå hva tilbudet gjelder. Personen kan ta selvstendige vurderinger. En slik person kan karakteriseres som en 'kompetent grunneier'.

En kunde som i stor grad kan anses som uegnet er en person uten fundamentale finansielle kompetanser. Vedkommende har gjerne kun grunnskoleutdanning og ingen arbeidsrelatert erfaring med verken finans eller eiendomsutvikling. Et typisk tilfelle vil være personer som utfører manuelt arbeid, eksempelvis vaktmestre eller drosjesjåfører. Vedkommende kan videre betegnes som økonomisk vanskeligstilt og i et lønnstrinn relativt under gjennomsnittet. Denne teoretiske personen har få eller ingen midler utover gårdsbruket og bebor eiendommen som sitt eneste hjem. Personen har også ingen større inntektskilder utover sin lønn eller pensjon. En særlig uegnet person er gjerne i sluttfasen av livet og risikerer å bli vesentlig redusert både kognitivt og fysisk i opsjonsperioden. En slik person kan gjerne være en enke eller en person uten arvinger. Slike personer kan bli svært tynget av rådhetsinnskrenkningene. Videre kan det potensielle tapet innebære at deres eneste hjem og eiendom kan gå tapt. En slik person er gjerne uegnet grunnet personens kompetanse og

evne til å bære tap. Personen må antas å helt klart trenge investeringsrådgiving for å forstå selv det fundamentale ved en eksotisk LNFR opsjon. En slik person kan gjerne uformelt betegnes som en 'tante Olga på 90år'.

Mellom disse to eksemplifiserte ytterpunktene har vi den store brorparten av grunneiere. Disse kan i varierende grad befinne seg på spekteret mellom egnet og uegnet. Ettersom ELO kontrakter er ustandardiserte vil grunneierens egnethet i stor grad avhenge av de konkrete avtalebestemmelsene. Karakteriseringen av de tre hovedkategoriene kan figurativt illustreres nedenfor:



Figur 24: graden av egnet eller uegnet de karakteriserte personene kan anses å være

## 5.6 Hovedproblemstilling

*“Hva kjennetegner risikofordelingen mellom avtalepartene i binære asset-or-nothing opsjonsavtaler på LNFR eiendommer?”*

Delproblemstillingene har identifisert fire forskjellige aspekter ved avtalepartenes risikofordeling i disse avtalene. Det første presenterte kjennetegnet er at avtalepartene forhandler om risikofordeling i en samarbeidende kontekst. Avtalene brukes slik nevnt til å oppnå regulatorisk arbitrasje der avtalens konstellasjon er ment å fjerne regulatoriske hindringer.

Partene forhandler derfor innenfor rammene av arbitrasjemuligheten, og innenfor rammene av det motparten kan akseptere for samarbeidet videre. Det andre kjennetegnet er at avtalene er potensielt svært adaptive til avtalepartenes unike situasjon. Det er derfor rom for paretoeffekter slik at partene kan konstruktivt overføre risiko fra den ene og over til den andre, hvis dette er avtalepartenes intensjon.

Det tredje kjennetegnet er derimot at risikofordelingen ofte er asymmetrisk. Eiendomsutvikleren betaler som oftest en opsjonspremie i form av reguleringsarbeid og planprosess for opsjonen fremfor et monetært beløp. Grunneier er på sin side ofte tyngt av usystematiske risikomomenter, eksempelvis i form av grunnforhold eller naturvern. Videre har opsjonspremien i form av reguleringsplanarbeid liten verdi hvis området ikke blir omregulert og opsjonen blir innløst. Grunneier har derfor en relativt stor risiko ved å bli rådhetsinnskrenket i en lengre tidsperiode uten at dette fører til en pengeavkastning.

Det siste kjennetegnet er at eksotiske LNFR opsjoner i stor grad befinner seg i en juridisk gråsoner når det kommer til verdipapirhandelloven. Enkelte grunneiere har en såpass dårlig kunnskap om opsjoner at eiendomsutvikleren må yte investeringsrådgiving for at grunneier skal forstå hva eiendomsutvikleren ønsker å oppnå med avtalen. Dette eksponerer eiendomsutvikleren for konsesjonskravet i verdipapirhandelloven. Videre vil de fleste grunneiere være i en gråsoner når det kommer til verdipapirhandellovens ‘know-your-client’ regelverk. Det kan settes spørsmålsteget ved om disse avtaleformene er egnet for en typisk grunneier og resulterende oppstår det en utilsiktet verdipapirregulatorisk risiko.

Helhetlig kan det konkluderes med at dette finansielle instrumentet egnest i liten grad for eiendomsutviklere uten dedikerte eller utkontraherte compliance avdelinger. Risikofordelingen mellom avtalepartene er et komplekst lovområde og avtalenes potensiale for å være urimelige og lovstridige tilsier at dokumentasjonsgrunnlaget bør være ekstensivt. Avslutningsvis bemerkes det også at samtlige faktorer skal gå i riktig retning for at eiendomsutvikleren vil utløse opsjonen og at arbitrasjen inntreffer.

## Kapittel 6 Avslutning

### 6.1 Avsluttende refleksjoner

Innledende i mastergradsarbeidet baserte jeg meg i stor grad på mine forkunnskaper om eiendomsopsjonstemaet. Jeg hadde en relativt god arbeidserfaring med eiendomsutvikling. Mye av forståelsen min innenfor temaet var opparbeidet gjennom å sette meg inn i perspektivet til andre eiendomsaktører i jobbsammenheng. Jeg følte jeg hadde god kontroll, og en dyp kjennskap til tematikken. Det var slik jeg anså det et faktum at arbeidserfaringen min hadde eksponert meg til de fleste aspekter og vinklinger vedrørende eiendomsopsjoner. Det var derfor en underliggende antagelse fra min side at forskningsarbeidet kom til å lede frem til drøftelser og eventuelle konklusjoner som jeg kunne forutse på forhånd.

Prosjektet var som et resultat av dette svært preget av mitt eget eiendomssentrerte perspektiv i den innledende fasen. På et punkt i prosessen ble det derimot fristende å også utforske opsjonstemaet fra et finasteoretisk perspektiv. Baktanken var da at oppgavens drøftelsesutfall ikke kom til å endres mye samtidig som et tverrfaglig syn styrket fortroligheten av resultatene. Det viste seg at dette ikke var tilfellet. Det finasteoretiske utgangspunktet fremla helt andre syn på opsjoner enn den forståelsen som var vanlig innen eiendomsfaget. Videre var bruken også forstått helt annerledes blant de to fagmiljøene. At opsjonskonseptforståelsen var såpass forskjellig kom som en overraskelse. Jeg undersøkte derfor om konseptene var sammenfallende eller separate og om verdipapirlovgivningen kunne komme til anvendelse på eiendomsderivater.

Drøftelsene og resultatene som ble presentert i denne oppgaven viser en kobling som jeg tror få innen eiendomsfaget har tenkt på. Utfra mitt eget syn på saken kan verdipapirhandellovgivingen være en vesentlig endringsfaktor innen eiendomsutviklingsbransjen som følge. Det er tross alt derivater på blant annet eiendom som lovgivingen tar sikte på å stabilisere i kjølvannet av finanskrisen i 2008. Utfra mine egne tanker tror jeg at eiendomsutviklingsbransjen i større grad kommer til å måtte etablere compliance avdelinger og funksjoner enn før. Dette henger sammen med en større samfunnsutvikling som går mot en strengere regulering av eiendomsutviklere fremover.

Denne antagelsen gir mening når en ser på hvor lite regulert selve eiendomsutvikleren i seg selv er idag. Bonden som eier eiendommen ved opsjonsavtaleinngåelsen må ha landbrukskonsesjon. En snekker og rørlegger som skal bygge det planlagte bygget må ha fagbrev. Ingeniøren som prosjekterer bygningskonstruksjonen må ha universitetsutdanning. Banken og eiendomsmeglere som skal finansiere og selge prosjektet videre etter ferdigstillelse må registreres og ha konsesjon. I bunn og grunn er det ytterst få andre enn eiendomsutvikleren selv som ikke har et utdannings- eller konsesjonskrav i eiendomsutviklingsprosessen. Det gir lite mening slik jeg ser det at initiativtakeren og lederen av eiendomsutviklingsprosessen ikke stilles like krav som understående aktører.

### 6.2 Kritikk av oppgaven

En vesentlig nedside ved forskningsarbeidet er at det ikke er innsamlet egen empiri og at den empirien som er brukt stammer fra tidligere masteroppgaver. Slik jeg ser det så hadde det vært en bedre løsning å få direkte tilgang til aktørene gjennom kvalitative intervjuer fremfor indirekte gjennom avtalene. Aktuelle avtaleparter og bistående aktører kan av natur drøfte sin risikoforståelse og risikofordeling bedre enn det jeg kan gjennom kontekstuelle tolkninger av avtalebestemmelsene. Gjennom intervjuer kan nyanser og oppklaringer potensielt fremkomme slik at drøftelsesutgangspunktet er et annet. At det er benyttet tidligere masteroppgaver er også negativt fordi tidligere elever har muligens filtrert ut andre potensielt aktuelle avtaler. Oppgaven kan derfor kritiseres for å ha benyttet potensielt prefiltrerende kilder som ikke har valgt representative avtaler.

Prosjektets tolkning av de etiske retningslinjene kan også kritiseres. Det kan argumenteres for at de etiske retningslinjene er tolket for snevert og at dette gikk på bekostning av forskningskvaliteten. Samtidig kan oppgaven også kritiseres for å ha utsatt potensielle informanter for mulige straffeforfølgelser og bøter. Det teoretiske utgangspunktet burde ha vært grundigere undersøkt særlig innen verdipapirhandellovsfeltet før informantidentifiseringsprosedyrene ble påbegynt.



En avsluttende kritikk kan også rettes mot det relativt begrensede empiriske utvalget av avtaler. Tre avtaler kan tolkes som et for lite utvalg når en ser på opsjonsavtaler som er eksotiske og ustandardiserte. Oppgaven kan derfor ha kun fanget opp et begrenset spekter av avtaler. Denne kritikken er særlig aktuell utfra at avtalene som er brukt er avgrenset til avtaler som mest sannsynligvis er fra før MiFID II ble ratifisert i Norge i 2018. ELO kontrakter er som konkludert i oppgaven regulatoriske arbitrasjeavtaler. Det er derfor fullt mulig at aktørene har innstilt seg etter lovverket og på den måten endret avtalepreget vesentlig. Et eksempel på en slik endring er at løsningsretter før var regulert av foreldelsesloven. Da var det binære aspektet særlig fordelaktig ettersom løpetiden ble påbegynt først når avtalen kunne innløses. Etter at lov om løsningsretter nå har blitt gjeldende så kan det tenkes at dette avtalepreget nå muligens er på vei til å bli irrelevant. Dette er tross alt et grunnleggende element ved arbitrasjeavtaler. Som Fishcer (2010) konstaterer er en del av den regulatoriske arbitrasjedynamikken at uønskede arbitrasjemuligheter blir fjernet gjennom strengere regulering. Avtalene kan derfor ha endret seg mer enn antatt siden 2018.

### 6.3 Forslag til videre forskning

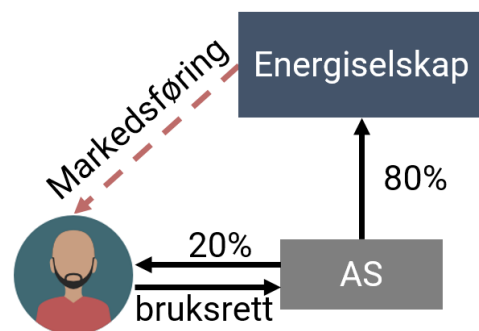
Plain-vanilla opsjoner som finansielle instrumenter har vært gjenstand for mye forskning og er slik jeg ser det et relativt utforsket felt. Den generelle eiendomsutviklingsprosessen og generelle eiendomsopsjoner virker også å være nærmere undersøkt på internasjonalt nivå. Derimot er bruken av eiendomsopsjoner på den norske eiendomsutviklingsprosessen fortsatt gjenstand for interessant forskning. Det vises særlig til særnorske opsjonstyper eller eiendomsutviklingsprosjekter som devierer fra utenlandske prosesser og standarder.

Denne oppgavens potensielle nye kobling av eiendomsopsjoner til verdipapirhandelloven er også et dagsaktuelt tema som bør forskes videre på. Forskjellige eiendomsaktører bruker mange forskjellige varianter av opsjoner der ELO kontrakter kun er et LNFR spesifikt verktøy. Det kan godt tenkes at det finnes andre varianter. Utfra egne tanker så hadde det vært interessant å undersøke opsjonsavtaler på bruksretter og servitutter. En annen vinkling kunne også være å se på konsekvensene eller effekten av at en opsjonsavtale bryter med verdipapirhandelloven.

Et annet litt urelatert forskningsområde kan være avtalene som brukes av energiselskaper til å sikre LNFR eiendommer til solcelleparkutvikling. I slike avtaler tilbys grunneier typisk 20 % av et prosjektavgrenset AS som skal eie og drifte solcelleparken i bytte mot at aksjeselskapet har en bruksrett til eiendommen. Bakgrunnen for bruksretten er at slike anlegg settes opp på LNFR områder der selskapet søker om nydyrking med en dispensasjon om å få sette opp solceller samtidig. Det spesielle her er at de ansatte i energiselskapet tilsynelatende markedsfører et tilbud i aksjeselskapet. Bruken av disse avtalene er økende innen energisektoren fordi energiselskapene ønsker å omgå landbrukskonsesjonsproblematikken.

Denne fremgangsmåten kan derimot potensielt bryte med verdipapirhandelloven den også. Det vises her til vphl. § 2-1 (1) nr. 7 som konstaterer at plassering av finansielle instrumenter er en investeringsvirksomhet og en investeringstjeneste. Finanstilsynet (2022 b) skriver at *“plassering av finansielle instrumenter innebærer mellommannsfunksjon mellom emisjonsutsteder og investor, primært i form av markedsføring av tilbud om tegning til potensielle investorer på vegne av utsteder, ofte i kombinasjon med formidling av aksept tilbake til utsteder”*.

Partsforholdet kan beskrives skjematisk følgende:



Figur 25: den potensielt lovstridige avtalestrukturen benyttet innen solcelleparkutvikling



## Kilder

### Siterte verk

**Agri Analyse (2019)** *Landbruksbarometeret 2019*. Bondelaget.  
<https://www.bondelaget.no/getfile.php/13907525-1557133354/MMA/Bilder%20NB/Arrangementer/Landbruksbarometeret%202019/Landbruksbarometeret%202019%20korr8.pdf>

**Bergsholm, E. (2016)** *Rettigheter i fast eiendom: En innføring i tingsrett* (1. utg). Fagbokforlaget.

**Bjørkholt, A. S. (2017, 8. mai)** Avtaleformer ved kjøp av utviklingstomt. *Estate Nyheter*.  
<https://www.estatenyheter.no/aktuelt/avtaleformer-ved-kjop-av-utviklingstomt/222528>

**Breidenbach, M., Mueller, G. R & Schulte, K. W. (2006)** Determining real estate betas for markets and property types to set better investment hurdle rates. *Journal of Real Estate Portfolio Management* (Vol. 12, No. 1).  
<https://doi.org/10.1080/10835547.2006.12089740>

**Bærug, S. & Unneberg, M. (2008)** Akkvisisjon av utviklingseiendom i Hedemark. Revhaug, I. (Red.) *Kart og plan* (Vol. 68, s.160-166). Universitetsforlaget. Hentet fra  
<http://www.kartogplan.no/Artikler/KP3-2008/Akkvisisjon%20av%20utviklingseiendom%20i%20Hedemark.pdf>

**CFA (2022 a)** *CFA® Program Curriculum Level 1: Vol. 5 Fixed income, derivatives, alternative investments, and portfolio management*. Wiley Publishing.

**CFA (2022 b)** *CFA® Program Curriculum Level 1: Vol. 2 Economics and financial statement analysis*. Wiley Publishing.

**Cornell Law School (2022, juli)** *Credit default swap*. Legal information institute. Hentet 18. februar 2023 fra  
[https://www.law.cornell.edu/wex/credit\\_default\\_swap](https://www.law.cornell.edu/wex/credit_default_swap)

**Dønnum, S. K. (2019)** *Opsjonsavtaler: risiko, planprosess og mulig forbud* [Masteroppgave, Norges miljø- og biovitenskapelige universitet]. Brage arkivet.  
<https://hdl.handle.net/11250/2605432>

**Eiendomsbransjen (2023)** *Eiendomsbransjens historie*.  
<https://kildekompasset.no/references/nettside-6/>

European Securities and Markets Authority [ESMA] (2018) *Guidelines: on certain aspects of the MiFID II suitability requirements* (ESMA35-43-1163).  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_mifid\\_ii\\_suitability\\_requirements\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_0.pdf)

**Falkanger, T (2013)** Eiendomsmegling og bruk av sikringsobligasjon og urådighetserklæring. Moss, G. C. (Red.) *Lov og rett* (Vol. 52, 3. Utg.). S.195-213. Universitetsforlaget.  
<https://www.idunn.no/doi/10.18261/ISSN1504-3061-2013-03-02>

**Finanstilsynet (2022 a, 13. november)** *MiFID II / MiFIR*. Hentet 18. februar 2023 fra  
<https://kildekompasset.no/references/nettside-6/>

**Finanstilsynet (2022 b, 11. november)** *Verdipapirforetak*. Hentet 18. februar 2023 fra  
<https://www.finanstilsynet.no/konsesjon/verdipapirforetak/>

**Fleischer, V. (2010)** *Regulatory arbitrage* (Legal studies research paper no. 10-11). University of Colorado Law School.  
<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=107064121121026007083083004001096002098014089077064041076071087098122005091115117094058057003006039016043114008112115094104099106078031069085005092101106069122096047093042123008123085089099079012021108071090111105068009001027096116027105103098116110&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

**French, C. W (2003)** The Treynor capital asset pricing model. *Journal of Investment Management* (Vol 1, no. 2). S.60-72.

**Geltner, D. M, Miller, N. G, Clayton, J. & Eichholtz, P (2014)** *Commercial real estate: analysis and investments* (3. Utg.). Mbiton.

**Hellevik, O. (1999)** *Forskningsmetode i sosiologi og statsvitenskap* (6. Utg.). Universitetsforlaget. Hentet fra  
[https://www.nb.no/items/URN:NBN:no-nb\\_digibok\\_2008082604036?page=0](https://www.nb.no/items/URN:NBN:no-nb_digibok_2008082604036?page=0)

**Hille-Dahl, J. B. (2018)** *Opsjonsavtaler: en studie blant Eiendomsutviklere i Norge* [Masteroppgave, Norges miljø- og biovitenskapelige universitet]. Brage arkivet.  
<https://hdl.handle.net/11250/2505769>

**Hiller, D., Clacher, I. Ross, S. Westerfield, R. & Jordan, B. (2017)** *Fundamentals of corporate finance* (3. Utg.). McGraw Hill publishing.

- Holdø, H. H. (2013)** Foreldelse av løsningsretter og opsjoner knyttet til fast eiendom. Moss, G. C. (Red.). *Lov og rett* (Vol. 52, 1. Utg.). s.38-50. Universitetsforlaget. Hentet fra <https://www.idunn.no/doi/10.18261/ISSN1504-3061-2013-01-04>
- Holmen, H. A (2021, 24. februar)** Koherensisme. Bolstad, E. *Store Norske Leksikon* Hentet 9. februar 2023 fra <https://snl.no/koherensisme>
- Hval, P. G. & Lunde, S. (2020)** *Opsjonsavtaler sett fra grunneiers ståsted* [Masteroppgave, Norges- miljø og biovitenskapelige universitet]. Brage arkivet. <https://hdl.handle.net/11250/2673221>
- Jensen, M. C., Black, F. & Scholes, M. S (1972)** The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests. Jensen, M. C. *Studies in the theory of capital markets*. Praeger publishers Inc. <https://ssrn.com/abstract=908569>
- Johannessen, A., Christoffersen, L & Tufte, P. A. (2020)** *Forskningsmetode for økonomisk- administrative fag* (4. utg.). Abstrakt forlag. ISBN 978-82-7935-4017
- Jørgensen, D. & Nguyen, D. (2018)** *Eiendomsutviklerens bruk av opsjonsavtaler ved akkvisisjon av utviklingseiendom: En studie blant eiendomsutviklere i Oslo* [Masteroppgave, Norges miljø- og biovitenskapelige universitet]. Brage arkivet. <https://hdl.handle.net/11250/2566115>
- Kaplan University (2015)** *Schweser Notes™ for the CFA® Exam Level 3: book 4. Equity portfolio management, alternative investments, risk management, and derivatives*. Schweser publishing.
- Kartverket (2021)** *Veileder for 'melding om tinglysing*. <https://www.kartverket.no/globalassets/eiendom/matrikkel/veileder-for-melding-til-tinglysing.pdf>
- Klynveld Peat Marwick Goerdeler [KPMG] (2019) *MIFID II The time to act is now*. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ie/pdf/2019/04/ie-mifid-ii-the-time-to-act-is-now.pdf>
- Kopperud, T. (2019)** *Tomteopsjoner* [Masteroppgave, Norges miljø- og biovitenskapelige universitet]. Brage arkivet. <https://hdl.handle.net/11250/2604086>
- Landbruksdepartementet (2020)** *Endelig vedtak: klage over Landbruksdirektoratets vedtak om avslag på søknad om konsesjon for erverv av gnr. 1, bnr. 1 i Vestby kommune* (ref.19/1405-12) <https://www.statsforvalteren.no/contentassets/291e36078a3d4b12acea0b4b8de2c922/endelig-vedtak-i-konsesjonssak---lmd---vestby.pdf>
- Landbruksdepartementet (2021)** *Konsesjon, priskontroll og boplikt* (Rundskriv M-1/2021) <https://www.regjeringen.no/contentassets/ed0768e3f6114644b1687ff7b49ceb1a/rundskriv-konsesjonslov-m-1-2021.pdf>
- Landbruksdepartementet (2016)** *Opsjonsavtaler om utbygging av dyrka og dyrkbar jord: hvordan sikre åpenhet og begrense bruken?* (Rapport nr.20/2016) [https://www.landbruksdirektoratet.no/nb/filarkiv/rapporter/jordvern/Opsjonsavtaler%20om%20utbygging%20av%20dyrka%20og%20dyrkbar%20jord.pdf/\\_attachment/inline/26099d77-9fbf-4787-b2e4-bbd2c7c32395:9dd20d165d5c98ca4f7212291f08c7d399eaa3f6/Opsjonsavtaler%20om%20utbygging%20av%20dyrka%20og%20dyrkbar%20jord.pdf](https://www.landbruksdirektoratet.no/nb/filarkiv/rapporter/jordvern/Opsjonsavtaler%20om%20utbygging%20av%20dyrka%20og%20dyrkbar%20jord.pdf/_attachment/inline/26099d77-9fbf-4787-b2e4-bbd2c7c32395:9dd20d165d5c98ca4f7212291f08c7d399eaa3f6/Opsjonsavtaler%20om%20utbygging%20av%20dyrka%20og%20dyrkbar%20jord.pdf)
- Langfeldt, S. F., Bråten, T., Viken, M. & Minde, S. W. (2018)** *Lov og rett for næringslivet* (25. Utg.). Gyldendal forlag på vegne av Focus Forlag.
- LeCompte, M. & Goetz, J. (1982)** *Problems of reliability and validity in ethnographic research*. American Anthropological Association.
- Mathiesen, I. H. & Eeg, M. G. V. (2022)** En abduktiv tilnærming til institusjonell etnografi: et bidrag til sosiologisk kunnskapsutvikling. Snertingdal, M. I, Neumann, C. B. & Næss, H. E. (Red.), *Norsk sosiologisk tidsskrift* (Volum 6 Utgave 1 Februar 2022, s.9-23). Universitetsforlaget. Hentet fra <https://www.idunn.no/doi/10.18261/nost.6.1.2>
- Messener, B. J. (2019)** *Investing in United States farmland: a capital asset pricing model analysis* [Masteroppgave] North Dakota State University. <https://library.ndsu.edu/ir/bitstream/handle/10365/31635/Investing%20in%20United%20States%20Farmland%20-%20A%20Capital%20Asset%20Pricing%20Model%20Analysis.pdf?sequence=1>
- Morningstar (2011)** *The difference between beta and volatility* [Video] <https://www.morningstar.com/articles/385852/the-difference-between-beta-and-volatility>
- Nasjonale forskningsetiske komité for samfunnsvitenskap og humaniora [NESH] (2021) *Forskningsetiske retningslinjer for samfunnsvitenskap og humaniora*. <https://www.forskningsetikk.no/retningslinjer/hum-sam/forskningsetiske-retningslinjer-for-samfunnsvitenskap-og-humaniora/>

Ness, S. & Øyasæter, A. S. (2018) *Eiendomsutvikling: Fra planlegging til ferdigstilling* (1. Utg.). Universitetsforlaget.

Nordhov, N. A. R. & Lunde, E. M (2019) *Opsjonsavtalers påvirkning på risiko ved eiendomsutvikling* [Masteroppgave, Norges miljø- og biovitenskapelige universitet]. Brage arkivet. <https://hdl.handle.net/11250/2622582>

Nordtveit, E (2022) *Merknad til avhendingslova §1-1, note 1*. I Rettsdata total (1992) hentet 05.02.23. <https://min.reettsdata.no/Dokument/gL19920703z2D93?notcid=gN19920703z2D93z2E1>

Norges Bank (2023) *Styringsrenten*. Hentet 9. mars 2023 fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Peiser, R. B. & Frej, A. B. (2003) *Professional Real Estate Development: The ULI Guide to the Business* (2. Utg.) Urban Land Institute.

Peter G. Zhang (1997) *Exotic options: A Guide To Second Generation Options* (2. Utg.) World Scientific. ISBN-10: 9810235216

Roll, R. (1977) A critique of the asset pricing theory's tests Part 1: On past and potential testability of the theory. *Journal of Financial Economics*, 1977 (Vol. 4, issue 2). S.129-176. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X77900095>

Ruralis (2020) *Trender i norsk landbruk 2020* (Rapport nr.2/2020). [https://ruralis.brage.unit.no/ruralis-xmlui/bitstream/handle/11250/2977382/R2\\_2020+Trender+i+norsk+landbruk+2020+-+A.+Zahl-Thanem+og+A.M.+Mel%C3%A5s.pdf?sequence=1](https://ruralis.brage.unit.no/ruralis-xmlui/bitstream/handle/11250/2977382/R2_2020+Trender+i+norsk+landbruk+2020+-+A.+Zahl-Thanem+og+A.M.+Mel%C3%A5s.pdf?sequence=1)

Sevatdal, H. & Sky, P. K. (2003) *Eigedomsteori* (serie D/rapport 1/2003) Norges landbrukshøgskole ILP.

Sikt (2023, 15. februar) *Personvernhandbok*. <https://sikt.no/personvernordbok>

Skaare, H. F. & Reusch, M. (2017) Bortfall og sletting av løsningsretter. Moss, G. C. (Red.). *Lov og rett* (Vol. 56, 2. Utg.). s.110-127. Universitetsforlaget. Hentet fra <https://www.idunn.no/doi/epdf/10.18261/1504-3061-56-2>

Stahl, B. C., Lichtenstein, Y. & Mangan, A. (2003) The Limits of Risk Management: A social construction approach. *Communications of the International Information Management Association 2003* (Vol. 3, issue 3). S.15-22. [https://www.researchgate.net/profile/Bernd-Stahl-2/publication/228895562\\_The\\_Limits\\_of\\_Risk\\_Management\\_-\\_A\\_social\\_construction\\_approach/links/09e4150c24ee851f2e000000/The-Limits-of-Risk-Management-A-social-construction-approach.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Bernd-Stahl-2/publication/228895562_The_Limits_of_Risk_Management_-_A_social_construction_approach/links/09e4150c24ee851f2e000000/The-Limits-of-Risk-Management-A-social-construction-approach.pdf)

Statistisk sentralbyrå [SSB] (2023 a) *Konsumprisindeksen*. Hentet 7. februar 2023 <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen>

Statistisk sentralbyrå [SSB] (2023 b) *Prisindeks for nye boliger, etter boligtype og kvartal. Prisindeks (2015=100)*. Hentet 29. februar 2023 <https://www.ssb.no/statbank/table/11386/chartViewLine/>

Stobierski, T. (2021, 20 Juli) *What is arbitrage? 3 strategies to know*. Harvard Business School Online: Business Insights. <https://online.hbs.edu/blog/post/what-is-arbitrage>

Uldal, S. B. (2020) *Bruk av opsjonsavtaler ved erverv av areal til senere utvikling: En studie blant eiendomsutviklere på Sørlandet og Østlandet* [Masteroppgave, Norges miljø- og biovitenskapelige universitet]. Brage arkivet. <https://hdl.handle.net/11250/3011768>



## Domstolsavgjørelser

HR-2011-1071-A 'Jæren energi'

HR-2013-642-S 'Røeggen saken'

## Lover

Avhendingslova (1992) *Lov om avhending av fast eiendom.*

Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1992-07-03-93>

Foreldelsesloven (1979) *Lov om foreldelse av fordringer.*

Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1979-05-18-18>

Forskningsetikkloven (2017) *Lov om organisering av forskningsetisk arbeid.* Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2017-04-28-23>

Jordlova (1995) *Lov om jord.* Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1995-05-12-23>

Konsesjonsloven (2003) *Lov om konsesjon ved erverv av fast eiendom mv.* Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2003-11-28-98>

Lov om løsningsrettar (1994) *Lov om løsningsrettar.* Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1994-12-09-64>

MIFID II (2014) *Directive 2014/65/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL DIRECTIVE 2014/65/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61 EU.*

Hentet fra <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii>

Plan- og bygningsloven (1985) *Plan- og bygningslov.* Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NLO/lov/1985-06-14-77>

Plan- og bygningsloven (2008) *Lov om planlegging og byggesaksbehandling.* Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2008-06-27-71>

Tinglysingsloven (1935) *Lov om tinglysing.* Lovdata.

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1935-06-07-2>

Verdipapirhandeloven (2007) *Lov om verdipapirhandel.*

Lovdata. <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75>

## Figurliste:

Figur 1: Fasene i et casedesign av Robert K. Yin

Figur 2: Koherentistisk kunnskap

Figur 3: Skjematisk representasjon av forskjellene mellom direktekjøpsavtale, betinget kjøpsavtale og kjøpsopsjonsavtaler

Figur 4: Eiendomsutviklers fortjeneste i en opsjonsavtale

Figur 5: Grunneiers fortjeneste i en opsjonsavtale

Figur 6: zbCAPM modellen

Figur 7:  $\beta$  verdiene til de forskjellige eiendomssegmentene i USA, 2006

Figur 8: Det materielle innholdet i en kjøpsopsjon.

Figur 9:  $\beta$  verdiene innsamlet av Breidenbach et al. og Messener plottet inn på zbCAPM modellen

Figur 10: Effekten en heving av styringsrenten har på CAPM modellen.

Figur 11: Styringsrenten i Norge 2008-2023.

Figur 12: Geltners modell av utleiegradienten for kontorlokaler i forhold til byggets plassering.

Figur 13: Geltners modell av de spekulative verdiene for en gunstig plassert LNFR eiendom

Figur 14: Konesjonslovens anvendelse på opsjonsarealet før og etter endring av arealformål i form av omregulering etter plan- og bygningsloven

Figur 15: Opsjonsavtalers lengstetid

Figur 16: Juridisk inkonsekvens i lovregimet

Figur 17: Eksempel på økonomisk inkonsekvens i lovregimet

Figur 18: Eksempel på tidsinkonsekvens i lovregimet

Figur 19: En LNFR eiendoms spekulative verdi i forhold til tidsinkonsekvensen i lovregimet

Figur 20: Opsjonsverdiens forhold til avtalepartenes avkastning

Figur 21: Opsjonsverdien i opsjonsperioden for Amerikanske opsjoner, ELO kontrakter og eiendommens spekulative verdi.

Figur 22: Avtalepartenes forhandlingsrom

Figur 23: Indeksjustert verdi av boliger

Figur 24: En grunneiers grad av egnethet til å delta i ELO kontrakter.

Figur 25: Den potensielt lovstridige avtalestrukturen benyttet innen solcelleparkutvikling

## Vedlegg:

Vedlegg 1: Mailkorrespondanse med forskjellige aktører

Vedlegg 2: Analyserte avtaler





## Vedlegg 1: Mailkorespondanse

ESMA

**MIFID II article 2 'Exemptions' nr. 1 (d) and real estate derivatives**

① Enkelte typer innhold i denne e-postmeldingen er blokkert fordi avsenderen ikke er i listen over Klarerte avsendere. [Jeg stoler på innhold fra investors.issuers@esma.europa.eu.](#) | [Vis blokkert innhold](#)

Oversett meldingen til: Norsk Bokmål | Aldri oversett fra: Engelsk

**IQ** Investors Issuers QAs <investors.issuers@esma.europa.eu>  
Til: Tonko Lucic Andersen  
ma. 20.03.2023 14:33

Det er ikke ofte du mottar e-post fra investors.issuers@esma.europa.eu. [Finn ut hvorfor dette er viktig.](#)

Dear Mr. Anderson,

Thank you very much for your interesting question. As this, however, appears to be a very specific Norwegian question, we suggest that you contact your national regulator who will have more insight regarding this specific situation.

Kind regards,  
ESMA

Any email from the European Securities and Markets Authority (ESMA) is sent in good faith, but shall neither be binding nor construed as constituting a commitment by ESMA except where provided for in a written agreement. This email is intended only for the use of the recipient(s) named above. Any unauthorised disclosure, use or dissemination, either in whole or in part, is prohibited. If you have received this email in error, please notify the sender immediately via email and delete this email from your system.  
This communication and any attachments may contain personal information. ESMA processes personal data in line with Regulation (EU) 2018/1725 and Decision ESMA40-133-716. For more information, please see ESMA's Data Protection Statement on <https://www.esma.europa.eu/data-protection>. In case of queries, please consult ESMA's Data Protection Officer ([DPD@esma.europa.eu](mailto:DPD@esma.europa.eu)). You may also contact the European Data Protection Supervisor ([edps@edps.europa.eu](mailto:edps@edps.europa.eu)).

Please consider the environment before printing this email.

Svar Videre-send

Finansdepartementet

**Masterstudentspørsmål om verdipapirhandelloven**

**ST** Skjeie Tonje <Tonje.Skjeie@fin.dep.no>  
Til: post@finanstilsynet.no  
Kopi: Tonko Lucic Andersen  
ti. 14.03.2023 10:17

Masterstudentspørsmål om v...

Det er ikke ofte du mottar e-post fra tonje.skjeie@fin.dep.no. [Finn ut hvorfor dette er viktig.](#)

Finansdepartementet har fått vedlagte henvendelse fra masterstudent Tonko Lucic Andersen. Henvendelsen oversendes Finanstilsynet for ev. besvarelse.

Kopi til Andersen til orientering.

**Finansdepartementet**  
**Tonje Skjeie**  
Kst. avdelingsdirektør  
Finansmarkedsavdelingen  
Mobil: 99 35 30 62  
Telefon: 22 24 45 28  
[regjeringen.no](http://regjeringen.no)

Denne e-posten er sendt på vegne av Finansdepartementet. Vennligst ikke svar direkte til avsender, men bruk [postmottak@fin.dep.no](mailto:postmottak@fin.dep.no) dersom du har behov for å svare på denne e-posten, eller har andre henvendelser til departementet.





## Finanstilsynet

### Spørsmål om tilsynspraksis av en bestemt type opsjonskontrakter



JR

Jørgen Reinholdtsen <Jorgen.Reinholdtsen@finansstilsynet.no>



Til: Tonko Lucic Andersen

ma. 06.02.2023 12:06

Det er ikke ofte du mottar e-post fra jorgen.reinholdtsen@finansstilsynet.no. [Finn ut hvorfor dette er viktig.](#)

Hei,

Finanstilsynet viser til din henvendelse med spørsmål om en type opsjonskontrakter, beskrevet som "OTC omsatte binære asset-or-nothing opsjoner på LNFR-regulerte eiendommer", vurderes å være underlagt Finanstilsynets forvaltningsfelt og tilsyn.

Den som yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis, må ha tillatelse fra Finanstilsynet, jf. verdipapirhandelloven § 9-1. Den som har slik tillatelse, vil være underlagt Finanstilsynets løpende tilsyn. Den som yter investeringstjenester eller driver investeringsvirksomhet på forretningsmessig basis uten tillatelse fra Finanstilsynet, uten at noen av unntakene i verdipapirhandelloven § 9-3 kommer til anvendelse, vil kunne bli pålagt å stanse virksomheten, og vil også risikere overtredelsesgebyr og straff.

Investeringstjenestene er opplistet og til dels definert i verdipapirhandelloven §§ 2-1 og 2-3. Felles for alle investeringstjenester er at de er knyttet til finansielle instrumenter. De finansielle instrumentene er opplistet og definert i verdipapirhandelloven § 2-2 og § 2-4.

Det følger av dette at opsjonskontrakter som er å anse som finansielle instrumenter, vil være omfattet av Finanstilsynets forvaltningsfelt og tilsyn i den grad det ytes investeringstjenester knyttet til disse kontraktene (ordreforiming, investeringsrådgivning etc).

Alternativet i verdipapirhandelloven § 2-2 første ledd nr. 4, som du selv viser til, kan se ut til å kunne omfatte slike kontrakter som du nevner i din epost. I så fall vil investeringstjenester knyttet til slike kontrakter være underlagt Finanstilsynets forvaltningsfelt og tilsyn.

Vi ønsker lykke til med masteravhandlingen. Gi oss gjerne beskjed om de konklusjonene du trekker.

Med vennlig hilsen

Jørgen Reinholdtsen  
Tilsynsrådgiver | Avdeling for markedstilsyn

Direkte tlf.: +47 22 93 97 76  
[jorgen.reinholdtsen@finansstilsynet.no](mailto:jorgen.reinholdtsen@finansstilsynet.no)

FINANSTILSYNET  
THE FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY OF NORWAY

## Arctic Securities

ML

Matias L'Abée-Lund <matias.labeelund@arctic.com>



Til: Tonko Lucic Andersen

on. 22.03.2023 09:47

Det er ikke ofte du mottar e-post fra matias.labeelund@arctic.com. [Finn ut hvorfor dette er viktig.](#)

Hei,

Takk – som nevnt er nok ikke dette noe vi har vurdert nærmere – og så vidt meg bekjent er ikke dette produkter som Arctic megler. Lykke til med masteroppgaven!

Mvh, Matias


...

#### IMPORTANT NOTICE

Certain companies in the Arctic Group may be required by law to record communication, e.g. in connection with the provision of investment services and activities, including associated transactions. Arctic may therefore record and retain recordings of conversations you have with Arctic personnel by telephone, video conference or other communication channels.

This communication is intended for the addressee(s) above only. It may contain information that is confidential or legally privileged. If received in error, please delete the e-mail and notify the sender.

Please see here for a full disclaimer: [www.arctic.com](http://www.arctic.com).



**ARCTIC**  
SECURITIES

Terms and policies

Please find below the terms and documents that apply for our services.  
[www.arctic.com](http://www.arctic.com)

Takk for din respons.

Takk for oppklaring.

Takk for at du sier ifra.

← Svar

→ Videre send



## Vedlegg 2 Analyserte avtaler

### Hille-Dahl avtalen:

# OPSJONSAVTALE OM ERVERV AV FAST EIENDOM

Det er i dag inngått opsjonsavtale mellom følgende parter:

Som grunneier:

XXX

og

som utbygger:

XXXX

heretter kalt utbyggeren,



## Pkt. 1                    Bakgrunn

Grunneier eier i dag eiendommen gnr/bnr XX på området XX kommune.

Partene er nå blitt enige om at grunneier gir utbygger enerett til å kjøpe deler av eiendommen på ca. X daa som vist på vedlagte skisse. Grunneier skal gi utbygger ved et eventuelt kjøp, veirett til arealet som vist på vedlagte skisse, alternativt etter kommunens anvisning i reguleringen av området.

Så lenge denne avtale gjelder kan ikke grunneier forhandle med andre om salg av eiendommen eller overdragelse av rettigheter som omfattes eller berøres av denne avtale.

Grunneier garanterer at eiendommen ikke blir påført økonomiske eller andre tyngende heftelser som vil påvirke realisering av ervervet.

Arealet er ubebygd og er i dag regulert som LNF område. Opsjonen kan utløses dersom arealet blir omregulert fra LNF område til næring og/eller bolig.

XXX er ansvarlig overfor XXX for kostnader knyttet til juridisk bistand.

## Pkt. 2                    Eiendom/opsjonspris

Grunneier forplikter seg herved til å gi utbygger rett til å kjøpe deler av eiendommen;

Gnr/bnr XXX kommune som vist på vedlagte skisse for en opsjonspris stor;

Kr. **XXX**                    kroner \*\*\*00/100

som skal betales senest 30 dager etter at opsjonen utløses.



Opsjonsprisen reguleres med kr XX pr. år fra denne avtalen er signert og frem til utløsning av opsjonen. Eksempelvis er opsjonsprisen kr XXX dersom opsjonen utløses 15. desember 2017.

### Pkt. 3 Omkostninger

I tillegg til kjøpesummen må utbygger betale de tinglygingsomkostningene som tilkommer på tidspunktet for eventuelt utløsning av opsjonen.

### Pkt. 4 Heftelser

Eiendommen skal overtas fri for heftelser av enhver art.

### Pkt. 5 Avtalens varighet

Denne avtale gjelder i 10 år fra undertegnelsesdato. Partene skal i god tid før utløpet av opsjonen drøfte vilkårene for en eventuell ny opsjon.

### Pkt. 6 Tinglysing/urådighet

Denne avtale skal kunne tinglyses på eiendommen.

### Pkt. 7 Overtagelse

Utbygger overtar på det tidspunkt opsjonsavtalen utløses og kjøpesummen er betalt for arealet med alle rettigheter og forpliktelser slik den har tilhørt selgeren. Utbygger må ha oppfylt sine forpliktelser etter avtalen før eiendommen kan disponeres.

Kjøperen svarer fra overtagelsesdagen for alle eiendommens utgifter og oppbærer eventuelle inntekter.



Pkt. 8 Spesielle vilkår/forbehold

Denne avtale i tre likelydende eksemplarer hvor hver av partene beholder ett hver, og ett beholdes av Advokatfirmaet Nicolaisen & Co ANS.

Det presiseres at Advokatfirmaet Nicolaisen & Co ANS bistår med avtalte oppgaver for partene og at advokaten ikke har ansvar for ytterligere undersøkelser om eiendommen enn de oppgaver som er avtalt mellom partene. Videre er Advokatfirmaet Nicolaisen & Co ANS ikke ansvarlig for oppgjøret mv.

XXXX

XXX

Som utbygger:

Som grunneier:

---

---

---

XXXX

XXXX





Uldal avtalen:

# AVTALE

mellom

Foretaksnummer:

(Heretter kalt XX)

og

.....

.....

(Heretter kalt GRUNNEIER)

Mellom \_\_\_ og GRUNNEIER er det dags dato inngått følgende avtale:

## 1. Bakgrunn

GRUNNEIER har hjemmelen til Gnr..... bnr..... med adresse .....på ..... i \_\_\_\_\_ kommune. Denne avtalen omfatter deler av forannevnte areal totalt anslått til ca. ....dekar. Den nærmere avgrensningen av arealet, heretter ENDOMMEN fremgår av vedlagte kart (Bilag 1).

EIENDOMMEN er i kommuneplanen for \_\_\_\_\_ for perioden \_\_\_\_\_ avsatt til LNF-formål. I forbindelse med rullering av kommuneplanen kan det åpnes opp for en omdisponering av EIENDOMMEN til boligformål

\_\_\_: har til hensikt å søke EIENDOMMEN omregulert til boligformål, og deretter å utvikle, markedsføre, selge og bygge boliger i egenenergi på EIENDOMMEN.

## 2. Kjøpsopsjon – opsjonsperiode

\_\_\_ skal i perioden frem til \_\_\_\_\_ (opsjonsperioden) ha eksklusiv rett (opsjon) til å kjøpe EIENDOMMEN.

Dersom endelig godkjent reguleringsplan til boligformål ikke foreligger ved opsjonsavtalens utløp, har \_\_\_ fortrinnsrett til, på de vilkår som fremgår av nærværende avtale, å forlenge opsjonsperioden. Dette gjelder ikke dersom det er åpenbart at utbygging i samsvar med nærværende avtale ikke lar seg gjennomføre.

I alle tilfeller plikter \_\_\_ å ta stilling til om opsjonen skal utøves senest 6 måned etter endelig godkjent reguleringsplan.

Kjøpsopsjonen utøves ved at \_\_\_ gir GRUNNEIER skriftlig melding om at opsjonen utøves, som må være avsendt senest den siste dagen i opsjonsperioden.

### **3. \_\_\_'s rettigheter og plikter**

\_\_\_ har i opsjonsperioden rett og plikt til å arbeide med å regulere/omregulere, utvikle og markedsføre et boligprosjekt på EIENDOMMEN.

Alle kostnader i forbindelse med \_\_\_'s arbeid med å regulere/omregulere, utvikle og markedsføre et boligprosjekt på EIENDOMMEN, dekkes av \_\_\_ .

\_\_\_ plikter utføre sitt arbeid med å få omregulert EIENDOMMEN til boligformål på en måte som ikke vil være GRUNNEIER til skade for det tilfellet at opsjonen ikke utøves.

### **4. Grunneiers rettigheter og plikter**

GRUNNEIER plikter under opsjonsperioden, i egenskap av formell grunneier, positivt medvirke til at \_\_\_ kan utvikle og markedsføre et boligprosjekt på EIENDOMMEN.

GRUNNEIER plikter således i forhold til offentlige myndigheter å undertegne alle relevante dokumenter og lignende som måtte være nødvendig for å kunne gjennomføre en hensiktsmessig planprosess frem til endelig godkjent regulering og/eller bebyggelsesplan.

GRUNNEIER plikter å undertegne vedlagte ugjenkallelige overskjøtingsfullmakt (Bilag 2) og skadesløsbrev (Bilag 3), slik at nevnte dokumenter kan tinglyses på første prioritet på EIENDOMMEN.

GRUNNEIER plikter også å yte nødvendig bistand slik at det kan utferdiges skjøter, frie for pengeheftelser og andre heftelser enn det som følger av avtale mellom \_\_\_ og den kjøper \_\_\_ utpeker.

\_\_\_ er forelagt en utskrift fra grunnboken per.....(Bilag 4). I henhold til denne avtale skal \_\_\_ overta EIENDOMMEN fri for heftelser. GRUNNEIER garanterer at det ikke eksisterer heftelser, herunder utpanting og/eller utleggsforretninger som ikke fremgår av grunnboken.

GRUNNEIER plikter så lenge denne avtale gjelder å avstå fra enhver disposisjon (avhende, pantsette, stifte rettigheter, eller på annen måte forføye over EIENDOMMEN), eller avtale endringer i etablerte heftelses-og/eller rettighetsforhold som kan komme i strid med \_\_\_'s rettigheter etter denne avtale, uten \_\_\_'s forutgående skriftlige samtykke. Samtykke kan ikke nektes uten saklig grunn.

GRUNNEIER skal heller ikke i opsjonsperioden gi andre rett til, eller selv forestå utvikling/omregulering av EIENDOMMEN.

\_\_\_ kan for egen regning tinglyse vedlagte urådighetserklæring (Bilag 5), som GRUNNEIER plikter å undertegne.

## **5. Eiendommens beskaffenhet**

For det tilfellet at kjøpsopsjonen tiltres, gjelder følgende:

GRUNNEIER har gitt alle relevante opplysninger om eiendommen som GRUNNEIER forstår kan ha betydning for muligheten for å få gjennomført formålet med nærværende avtale.

GRUNNEIER er ikke kjent med at det er forurensning i grunnen, vanskelige grunnforhold, eller at det må iverksettes av spesielle tiltak i forbindelse med eksisterende anlegg på EIENDOMMEN

\_\_ har rett til å foreta de grunnundersøkelser er måtte ønske på eiendommen. GRUNNEIER er heller ikke kjent med at det foreligger forminner av noen art på eiendommen som vil kunne føre til kostnader i forbindelse med gjennomføring av utbyggingen.

Dersom ovennevnte forutsetningen som er nevnt i forutgående avsnitt ikke slår til, plikter partene i fellesskap å søke løsninger som i størst mulig grad reduserer uforutsette kostnadene.

Dersom partene ikke kommer til enighet om vilkårene og nivået for kostnadsfordeling, skal omkostningsspørsmålet avgjøres ved voldgift etter reglene i tvistemålslovens kap. 32. Omkostningene til voldgiftsretten skal deles med en halvpart på hver av partene uansett utfall av voldgiftsrettens avgjørelse.

For øvrig overtar \_\_ EIENDOMMEN i samme stand og stilling som den er på overtakelsestidspunktet.

## **6. Vederlag**

Dersom \_\_ utøver kjøpsopsjonen, skal det endelige vederlaget som tilkommer GRUNNEIER være basert på et beløp stort kr ....., -per boenhet som lar seg realisere i forbindelse med utbyggingen.

Enhver utbetaling er betinget av at overskjøtingsfullmakten og skadesløsbrevet som er nevnt i pkt 4.2, er eller samtidig blir tinglyst på EIENDOMMEN.

Dersom opsjonen tiltres, har \_\_ rett til å behefte eiendommen ytterligere, jfr. overskjøtingsfullmakten, herunder å tinglyse pantobligasjoner til sikkerhet for eventuell byggelånsfinansiering.

## **7. Manglende opsjonsutøvelse**

\_\_ har rett, men ikke plikt til å utøve kjøpsopsjonen. \_\_ kan således på ethvert tidspunkt i opsjonsperioden, på ethvert grunnlag (for eksempel som følge av fall i eiendomsmarkedet), unnlate å utøve kjøpsopsjonen, selv om offentlige myndigheter aksepterer omregulering til boligformål.

Ingen av partene kan rette økonomiske krav mot hverandre på grunn av at kjøpsopsjonen ikke utøves

Dersom kjøpsopsjonen ikke utøves, skal GRUNNEIER vederlagsfritt få overført alt prosjektmateriell som \_\_ har utarbeidet i anledning arbeidet med å foreta omregulering av EIENDOMMEN til boligformål.

Dersom kjøpsopsjonen ikke utøves, plikter \_\_ straks å slette alle dokumenter som måtte være tinglyst på EIENDOMMEN i løpet av opsjonsperioden.

## **8. Forutsetninger**

Dersom kjøpsopsjonen utøves, er størrelsen på vederlaget som GRUNNEIER mottar, fastsatt under den forutsetning at EIENDOMMEN lar seg regulere med en TU på minst .....% beregnet av et tomteareal på -----kvm.

Dersom det foreligger et avvik på + -10 %, plikter partene å søke å reforhandle nærværende avtale med sikte på å komme frem til et nytt omforenet vederlag.

Dersom det i medhold av bestemmelser gitt i tilknytning til regulerings- eller bebyggelsesplan, eller utbyggingsavtale som er forutsatt inngått med \_\_\_\_\_ kommune i forbindelse med realiseringen av boligprosjektet på EIENDOMMEN, gis pålegg eller stilles vilkår som medfører vesentlige økte omkostninger for \_\_, kan \_\_ kreve at det innledes forhandlinger med sikte på å justere vederlaget som er nevnt i pkt. 6.

Dersom konsesjonsreglene er til hinder for gjennomføring av nærværende avtale, skal hver av partene restituere de ytelser en har mottatt fra den annen part.

## **9. Diverse bestemmelser**

GRUNNEIER plikter å holde eiendommen forsikret i opsjonsperioden.

\_\_ har rett til å tinglyse nærværende avtale på EIENDOMMEN.

## **10. Tvister**

Enhver tvist om forståelsen av denne avtale eller forholdet mellom partene, skal søkes løst i minnelighet. Dersom minnelig avtale ikke oppnås, skal tvisten – med unntak av pkt. 5.2 – løses av de alminnelige domstoler ved EIENDOMMEN's verneting.

Nærværende avtale er utferdiget i 2 – to – eksemplarer, hvorav partene beholder hvert sitt eksemplar.

\_\_\_\_\_, \_\_\_\_/\_\_\_\_

.....  
For

.....  
Grunneier

Vedlegg:

Bilag : Kart datert ....

Bilag : Overskjøtingsfullmakt \_\_\_\_\_

Bilag : Utskrift fra grunnboken datert

Bilag : Urådighetserklæring



## Hval & Lunde avtalen:

# AVTALE

mellom

.....  
.....  
.....

(organisasjonsnummer .....

( Heretter Utbygger )

og

.....  
.....

(fødselsdato.....)

(Heretter Grunneier)

## 1. Bakgrunn

### 1.1 Eiendommen

Grunneier er hjemmelshaver til Eiendommen, Gnr .... Bnr ..... i ..... kommune.

Eiendommen ..... er i kommuneplanen for ..... kommune avsatt til LNF område

Denne avtalen omfatter det arealet som er avmerket med stiplet strek på vedlagte kart (**Bilag 1**) og er i det følgende benevnt Eiendommen.

Eiendommen har et areal på ca .....da dekar.

Endelig oppmåling av eiendommen foretas av .....kommune etter at reguleringsplan for Eiendommen er godkjent.

### 1.2 Formålet - målsetting

Formålet med denne avtalen er å etablere en **opsjon ( enerett )** for Utbygger frem til dato ..... til å erverve Eiendommen.

Frem til utløpet av nevnte dato skal Utbygger først søke kommunen om omregulering av eiendommen fra LNF til boligformål, og etter at Eiendommen er godkjent til boligformål av kommunen, foreta nødvendig utarbeidelse av reguleringsplan og eventuell bebyggelsesplan og dersom Utbygger ønsker det, gjennomføre markedsføring og salg av boliger på Eiendommen, basert på de målsettinger som kommer til uttrykk i denne avtalen.

## 2. Opsjon

Utbygger skal frem til dato .....ha enerett (opsjon) på å kjøpe Eiendommen.

Evt. endring av denne dato skal være skriftlig mellom partene.  
Opsjonen utøves ved at Utbygger gir Grunneier skriftlig melding om at opsjonen utøves.  
Slik melding må være poststempelt senest den siste dagen i opsjonsperioden.  
Opsjonen utøves etter at planarbeidet er godkjent av kommunen og endelig stadfestet.

### **3. Utbygger sine rettigheter og plikter**

#### **3.1 Planlegging og reguleringsarbeid**

Utbygger har så lenge avtalen består, rett og plikt til å arbeide med å planlegge et boligprosjekt på eiendommen.

Utbygger har som målsetting å utarbeide et forslag til regulerings / bebyggelsesplan for Eiendommen som er klar for innlevering til første gangs behandling i Gjerdrum kommune snarest mulig etter at denne avtalen er undertegnet.

#### **3.2 Ansvar for kostnader**

Utbygger skal være ansvarlig for alle kostnader som pådras i forbindelse med arbeidet som nevnt i pkt. 3.1, samt alle kostnader til eventuell oppmåling, tinglysning m.m.

#### **3.3 Gjennomføringen av plan- og reguleringsarbeidet**

Utbygger plikter å utføre sitt arbeid på en måte som ikke vil være til skade for Grunneier for det tilfellet at opsjonen ikke utøves.

#### **3.4 Grunneiers rett til informasjon**

Utbygger skal, på forespørsel fra Grunneier, holde sistnevnte orientert om sitt arbeid. Grunneier skal skriftlig varsles og har rett til å være tilstede i alle møter med offentlige myndigheter. Grunneier skal også på forespørsel få kopi av all korrespondanse fra offentlige myndigheter i anledning utbyggingen. Grunneier kan om ønskelig stille en representant til prosjektgruppe som Utbygger etablerer i forbindelse med planarbeidet.

### **4. Grunneiers rettigheter og plikter**

#### **4.1 Plikt til å medvirke**

Grunneier plikter under opsjonsperioden, i egenskap av formell grunneier, positivt å medvirke til at Utbygger kan få gjennomført en utbygging på Eiendommen.

Grunneier plikter i forhold til offentlige myndigheter, dersom det blir nødvendig, å undertegne alle relevante dokumenter som måtte være nødvendig for å kunne gjennomføre en planlegging og senere utbygging dersom opsjonen utøves.

Etter at opsjonen eventuelt er tiltrådt, plikter Grunneier, under forutsetning av at Utbygger betaler vederlaget som er nevnt i pkt. 6.1 og stiller sikkerhet for restkjøpesummen, å undertegne generalfullmakt og panterettsdokument slik at nevnte dokumenter kan tinglyses på første prioritet på Eiendommen.

Grunneier plikter også å undertegne som hjemmelshaver på lånedokumenter til Utbygger's byggelåns bank, da Grunneier blir sittende med hjemmelen til Eiendommen til ferdig utbygde boliger overskjøtes til sluttkjøper.

#### **4.2 Hefelser**

Utbygger skal overta Eiendommen fri for pengeheftelser. Grunneier garanterer at det ikke eksisterer heftelser, herunder utpantning og/eller utleggsforretninger, som ikke fremgår av grunnboken.

#### 4.3 Servitutter

Grunneier garanterer at det ikke eksisterer servitutter som ikke fremgår av grunnboken.

#### 4.4 Begrenset disposisjonsrett over Eiendommen

Grunneier plikter så lenge denne avtale gjelder, å avstå fra enhver disposisjon (avhende, pantsette, stifte rettigheter eller på annen måte forøye over Eiendommen), eller avtale endringer i etablerte heftelses- og /eller rettighetsforhold som kan komme i strid med Utbygger sine rettigheter etter denne avtale, uten at Utbygger på forhånd har gitt skriftlig samtykke til dette. Samtykke kan ikke nektes uten saklig grunn.

Grunneier beholder alle inntekter og utreder alle utgifter så som forsikringer og kommunale eiendomsavgifter på eiendommen frem til opsjonen eventuelt utøves. Etter nevnte tidspunkt overtar Utbygger alle rettigheter og plikter til eiendommen.

### 5. **Eiendommens beskaffenhet**

For det tilfellet kjøpsopsjonen utøves, gjelder følgende:

#### 5.1 Eiendommen

Utbygger overtar Eiendommen i samme stand og stilling som den er på kontraktstidspunktet.

#### 5.2 Grunneiers opplysningsplikt

Grunneier har gitt alle relevante opplysninger om eiendommen som Grunneier forstår kan ha betydning for muligheten for å få gjennomført formålet med denne avtalen.

### 6. **Vederlag – forfall - oppgjør**

Dersom Utbygger utøver opsjonen, skal kjøpesummen for Eiendommen være kr ..... pr. kvm.på den delen av eiendommen som iht topografi kan brukes til boligbygging.

Arealer som i henhold til vedtatt reguleringsplan må avsettes til spesialområde, bevaring (i henhold til Plan og bygningslovens §25) eller verneområde i henhold til andre vernebestemmelser, begrunnet i arkeologiske funn i området, samt overordnede grønt areal (dyretråkk og lignende), skal godtgjøres med 25 % av den ovenfor nevnte kjøpesum pr. kvm og den totale kjøpesum for berørt eiendom reduseres tilsvarende.

Kjøpesummen skal justeres i samsvar med konsumprisindeksen, regnet fra kontraktsdato til tiltredelse.

Dersom det er vesentlig forskjell mellom oppgitt m2 pris, korrigert for konsumprisindeks på tiltredelsestidspunktet, skal prisen vurderes ut fra gjennomsnitts markedspris for råtomt i området. Dersom det ikke oppnås enighet om hva som er markedspris, innhenter partene hver sin takst / verddivurdering. Dersom heller ikke taksmennene kan enes om markedsprisen, oppnevnes takstmennene i fellesskap en tredje takstmann som fastsetter verdien innenfor intervallene av de foreliggende takster.,

Partene dekker hver sine kostnader til takstene de da innhenter, mens de deler kostnadene til den evt tredje takstmann.

Kjøpesummen forfaller til betaling slik:

Første avdrag skal være på 50 % av den totale kjøpesum og forfaller til betaling 60 dager fra tiltredelse av opsjon.

Andre avdrag skal være på 50 % av den totale kjøpesum og forfaller til betaling 12 måneder etter første avdrag.

Utbetaling av kjøpesummen til Grunneier er betinget av at overskjøtingsfullmakten og pantobligasjon som nevnt i pkt. 4.1, er eller samtidig blir tinglyst på Eiendommen, samt at de øvrige bestemmelsene i denne avtale er oppfylt.

Forannevnte dokumenter kan ikke tinglyses på Eiendommen med mindre advokat / megler har avgitt en inneståelseserklæring om at kjøpesummen vil bli utbetalt i samsvar med bestemmelsene i denne avtalen, forutsatt at nevnte dokumenter blir tinglyst.

Oppgjøret mellom partene skal forestås av advokat eller statsautorisert eiendomsmegler.

Utbygger overfører kjøpesummen til meglers klientkonto som deretter foretar oppgjøret mellom partene.

## **7. Sikkerhet for restkjøpesum**

Senest samtidig med betaling av første avdrag av kjøpesummen, plikter utbygger å stille bankgaranti som sikkerhet for betaling av restkjøpesummen.

## **8. Grunneirotomter**

Grunneier har rett til å kreve 10 stk antall grunneirotomter med teknisk opparbeidelse, andel av fellesanlegg og fellesarealer, med god beliggenhet primært på eget grunnareal. Grunneier er inneforstått med at planbehandlingen vil være avgjørende for tomtenes endelige størrelse og beliggenhet. Tomtene bør ha en størrelse på minimum 500 kvm. Brutto ca 400 kvm netto

Salgssummen for hver av Grunneiers tomter blir Utbyggers dokumenterte og revisorbekreftet nettokost for grunnverv, teknisk opparbeidelse, planlegging lik tomter i området for øvrig. Det er ingen bygge / leveranseklauseul på grunneirotomter.

## **9. Manglende overtakelse av eiendommen**

Utbygger har rett, men ingen plikt, til å utøve opsjonen til å kjøpe Eiendommen.

Utbygger kan derfor på ethvert tidspunkt i opsjonsperioden, uten nærmere begrunnelse, unnlate å utøve kjøpsopsjonen, selv om Utbyggers planer med Eiendommen blir godkjent.

Dersom kjøp ikke blir gjennomført, har Grunneier rett til vederlagsfritt å få overført alt plan - og prosjektmateriell som Utbygger har utarbeidet i anledning arbeidet med å foreta en utbygging på Eiendommen, samt rett til å få overført til seg de kjøpekontrakter som måtte være inngått med boligkjøpere.

## **10. Transport av avtalen – tinglysning av avtalen**

Utbygger kan transportere denne avtalen til et utbyggingsselskap som etableres til å forestå utbyggingen.

Denne avtalen kan tinglyses på Gnr x, Bnr x.

## **11. Tvister**





Enhver tvist om forståelsen av denne avtale eller forholdet for øvrig mellom partene, skal søkes løst i minnelighet. Dersom minnelig avtale ikke oppnås, skal tvisten løses ved de alminnelige domstoler ved Eiendommens vemeting.

Denne avtale er opprettet i 2 eksemplarer – ett til hver av partene.

Sandnes dato : ..... 2008

For Utbygger

-----  
.....

Grunneier

-----  
.....

**Vedlegg til avtalen:** Bilag 1. Urådighetserklæring  
Bilag 2. Kart hvor "opsjonsarealet" er markert



**Norges miljø- og biovitenskapelige universitet**  
Noregs miljø- og biovitenskapelige universitet  
Norwegian University of Life Sciences

Postboks 5003  
NO-1432 Ås  
Norway