

Advokat Erik Landa

Unntatt offentlighet,  
Offl. § 24 andre ledd første  
punktum

Deres ref

Vår ref

Dato

24/5380-

25. mars 2025

## VEDTAK I KLAGESAK OM ILEGGELSE AV OVERTREDELSESGBYR FOR MANGLENDE RAPPORTERING AV KORTE NETTOPOSISJONER

### 1. Innledning

Finansdepartementet viser til klage 16. september 2024 fra advokat Erik Landa på vegne av fondsforvaltningsselskapet Pentwater Capital Management Europe LLP («Pentwater» eller «Klager») over Finanstilsynets vedtak 29. august 2024 om illeggelse av overtredelsesgebyr.

Finanstilsynets myndighet til å legge overtredelsesgebyr for manglende rapportering av netto shortposisjoner fulgte på handlingstidspunktet av verdipapirhandellovens (vphl.) daværende § 21-4 jf. § 3-14 og Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 236/2012 (shortsalgforordningen/SSR). I dag følger myndigheten av vphl. § 21-2 jf. § 3-5.

Finansdepartementet er klageinstans over Finanstilsynets vedtak, jf. forvaltningsloven § 28 flg.

Klagen er rettidig fremsatt.

Klagen tas ikke til følge.

### 2. Sakens bakgrunn

Pentwater ble ved Finanstilsynets vedtak 29. august 2024 ilagt et overtredelsesgebyr på 500 000 kroner for overtredelse av shortsalgforordningen, jf. daværende verdipapirhandellov (vphl.) § 3-14.

Overtredelsen gjelder manglende rapportering av Pentwater sine netto short posisjoner i XXL ASA («XXL»). Den 14. mai 2020 endret Pentwater sin posisjon i XXL fra 0,66% til 0,79%.

Posisjonen ble korrekt rapportert til Finanstilsynet kl. 12:46 CET, mandag 15. mai 2020. Finanstilsynet publiserte posisjonen til markedet kl. 15:30 CET, 15. mai 2020.

Finanstilsynet mottok ingen etterfølgende notifikasjon fra Pentwater angående ytterligere endringer i deres netto short beholdning i XXL siden rapporteringen fra 14. mai 2020.

I forbindelse med en rutinesjekk av eldre posisjoner som hadde stått uendret over lengre tid, oppdaget Finanstilsynet at Pentwater sin netto short posisjon i XXL hadde endret seg fra 0,79% til 0% siden siste rapportering. Denne endringen var ikke meldt til Finanstilsynet. Etter nærmere korrespondanse mellom Pentwater og Finanstilsynet ble det avdekket at ytterligere to posisjoner ikke hadde blitt rapportert til Finanstilsynet.

Finanstilsynets undersøkelser avdekket at Pentwater hadde hatt følgende netto short posisjoner etter 14. mai 2020:

No.	Posisjonsdato	Frist for å melde	Posisjonens størrelse	Status
1	14. mai 2020	15. mai 2020	0,79%	Rapportert 12:46 CET, mandag 15. mai 2020
2	19. mai 2020	20. mai 2020	0,55%	Ikke rapportert
3	26. mai 2020	27. mai 2020	0,73%	Ikke rapportert
4	27. mai 2020	28. mai 2020	0%	Ikke rapportert

Finanstilsynet varslet ved brev 15. april 2024 Pentwater om at Finanstilsynet vurderte å ilegge et overtredelsesgebyr på NOK 500 000.

Pentwater kommenterte Finanstilsynets forhåndsvarsel 13. mai 2024. 28. mai 2024 fattet Finanstilsynet sitt første vedtak i saken. Vedtaket gikk ut på å ilegge Pentwater et overtredelsesgebyr på NOK 500 000. Finanstilsynet begrunnet vedtaket med at Pentwater hadde overtrådt SSR artikkel 5 og 9 (2) ved ikke å avslutte de rapporteringspliktige shortposisjonene:

*The relevant net short positions listed as no. 2-4 [...] were subject to the notification requirement set out in the SSR Article 5 and Article 9 subsection (2). Failure to close the position which was initially published on 15 May 2020 constitutes a breach of the SSR Article 9 cf. Article 5 as the reporting requirements for net short positions also include the obligation to report the date on which a position "(...) ceased to be held".*

Pentwater påklaget vedtaket 25. juni 2024. Klager anførte prinsipalt at vedtaket måtte omgjøres fordi det var ugyldig, subsidiært at gebyret skulle settes ned i betydelig grad. Grunnlaget for kravet om omgjøring var at vedtaket bygget på en uriktig fortolkning av shortsalgforordningen og at vedtaket led av flere saksbehandlingsfeil.

Etter en nærmere vurdering besluttet Finanstilsynet å oppheve vedtaket, og fattet nytt vedtak i saken 29. august 2024. Vedtaket innebar at Pentwater ble ilagt et gebyr på lik linje med det

opphevede vedtaket. Begrunnelsen var at Pentwater hadde brutt SSR artikkel 5 og 6 ved ikke å rapportere endringene i posisjonene til Finanstilsynet.

Pentwater har påklaget også dette vedtaket, og det er den nye klagen av 29. august 2024 som er gjenstand for behandling av Finansdepartementet. Klagen retter seg mot utmålingen av overtredelsesgebyret.

### 3. Rettslig grunnlag

Forskrift 24. februar 2021 nr. 540 om overgangsregler til lov 21. juni 2019 nr. 41 om endringer i verdipapirhandelloven mv. (prospekt, markedsmissbruk, tilsyn og sanksjoner) § 1 lyder som følger:

#### *§ 1. Saker om overtredelsesgebyr*

*For handlinger foretatt før 1. mars 2021 som var regulert av verdipapirhandelloven § 21-4 og de materielle reglene det henvises til der, samt tilhørende forskrifter, gis disse bestemmelsene anvendelse slik disse lød på handlingstidspunktet når det treffes vedtak om overtredelsesgebyr etter 28. februar 2021. Regelverket på tidspunktet for avgjørelsen skal likevel anvendes når dette fører til et gunstigere resultat for den ansvarlige. Det samme gjelder saker om overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven § 12-9.*

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 3-14 første og annet ledd (verdipapirhandelloven) lød slik på handlingstidspunktet:

#### *§ 3-14. Salg av finansielle instrumenter som selgeren ikke eier mv.*

*(1) EØS-avtalen vedlegg IX nr. 29f (forordning (EU) nr. 236/2012)2 om shortsalg og visse sider ved kredittbytteavtaler (shortsalgforordningen) gjelder som lov med de tilpasninger som følger av vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig.*

*(2) Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler til utfylling av bestemmelsene i første ledd, herunder regler om:*

- a. rapporterings- og offentliggjøringskrav.*
- b. hvilke finansielle instrumenter som er omfattet av reglene i første ledd.*
- c. krav til dekning.*
- d. definisjoner.*

Forordningen er i dag inkorporert i vphl. § 3-5.

De relevante bestemmelsene fra shortsalgforordningen lyder slik:

#### *Artikkel 5. Melding til vedkommende myndigheter om betydelige korte nettoposisjoner i aksjer*

*1. En fysisk eller juridisk person som har en kort nettoposisjon i den utstedte aksjekapitalen i et selskap som har aksjer som er opptatt til notering på en handelsplass, skal underrette vedkommende myndighet i samsvar med artikkel 9 når posisjonen når eller faller under en relevant terskel for melding nevnt i nr. 2 i denne artikkel.*

2. En relevant terskel for melding er 0,2% av det berørte selskaps utstedte aksjekapital, og hvert steg på 0,1% over dette.

[...]

*Artikkel 6. Offentliggjøring av betydelige korte nettoposisjoner i aksjer*

1. En fysisk eller juridisk person som har en kort nettoposisjon i den utstedte aksjekapitalen til et selskap som har aksjer som er opptatt til notering på en handelsplass, skal offentliggjøre opplysninger om denne posisjonen i samsvar med artikkel 9 når posisjonen når eller faller under en relevant terskel for melding nevnt i nr. 2 i denne artikkel.

2. En relevant terskel for offentliggjøring er 0,5% av det berørte selskaps utstedte aksjekapital, og hvert steg på 0,1% over dette.

[...]

Vphl. § 21-4 første og femte ledd lød slik på handlingstidspunktet:

*§ 21-4. Overtredelsesgebyr*

(1) Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av § 3-6 tredje, fjerde og sjette ledd, § 4-2, § 4-3 eller § 4-4 første eller annet ledd, § 15-3, verdipapirmarkedsforordningen artikkel 25 til 27 eller shortsalgforordningen artiklene 5 til 11 som gjennomført i § 3-14 eller EMIR artiklene 4 til 13 og artiklene 26 til 54 som gjennomført i § 17-1 første ledd eller forskrift gitt til utfylling av disse bestemmelsene, kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr. Medvirkning kan sanksjoneres på samme måte. Det samme gjelder forsøkshandlinger, jf. straffeloven § 16.

[...]

(5) Ved utmåling av overtredelsesgebyr skal det særlig legges vekt på overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld. Overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.

#### **4. Finanstilsynets vurderinger og vedtak**

I sitt vedtak 28. august 2024 legger Finanstilsynet til grunn at Pentwaters unnlatte rapportering til Finanstilsynet innen fristen fastsatt i SSR utgjør et brudd på rapporteringsforpliktelsene i artiklene 5, 6 og 9 i SSR, jf. vphl. § 3-14.

I vedtaket ble overtredelsesgebyret fastsatt til 500 000 kroner. Ved utmålingen av gebyret, understreket Finanstilsynet at aktører i det norske verdipapirmarkedet forventes å ha etablert hensiktsmessige prosedyrer og systemer for å opprettholde sine rapporteringsforpliktelser under SSR. Etter Finanstilsynets syn var Pentwaters manglende rapportering om endringer i sin netto short posisjon i XXL ved tre anledninger en illustrasjon på at selskapet ikke hadde slike tilfredsstillende rutiner.

Finanstilsynet mente at det ikke hadde betydning at den unnlatte rapporteringen skyldtes at en medarbeider i selskapet sluttet. Finanstilsynet la til grunn at som en profesjonell aktør burde Pentwater hatt på plass prosedyrer som sikret overføring av informasjon og ansvar når en ansatt forlater selskapet.

Finanstilsynet fant på bakgrunn av dette at en eller flere som handlet på vegne av Pentwater opptrådte uaktsomt med hensyn til de urapporterte netto shortposisjonene. Finanstilsynet konkluderte med at de subjektive vilkårene i vphl. § 21-4 første ledd for illeggelse av overtredelsesgebyr var oppfylt.

Ved fastsettelsen av gebyrets størrelse la Finanstilsynet også vekt på størrelsen av de tre ulike netto short posisjonene, som alle var over 0,5%. Posisjonene var ikke bare underlagt rapporteringskrav etter artikkel 5, men også underlagt publiseringskrav i henhold til SSR artikkel 6.

Finanstilsynet forutsatte også at manglende rapportering fra Pentwater medførte at markedet fikk manglende informasjon om Pentwaters eksponering i XXL-aksjer:

*Finanstilsynet has also taken into consideration that due to lack of reporting from Pentwater, the market was misled in relation to Pentwater's exposure in XXL-shares for a considerable period.*

Til Pentwaters anførsler om at overtredelsesgebyret var satt for høyt, sammenlignet med enkelte tidligere saker hvor Finanstilsynet hadde ilagt overtredelsesgebyr, uttalte Finanstilsynet at sakene ikke var sammenlignbare. I to av sakene var forsinkelsen i forhold til rapporteringsfristen etter Finanstilsynets oppfatning vesentlig kortere:

*«In the referred case 21/5478, the net short positions arose in May 2020 and Finanstilsynet reached out to the position holder in May 2021. In case 18/9129, Finanstilsynet discovered two net short positions which were reported too late whereby the delay for significantly shorter i.e. 49 minutes and 3 days. As such, these cases are not comparable to the unnotified net short positions in this matter.»*

Finanstilsynet anså heller ikke sak 18/10274 (Alpha Blue Ocean), for å være relevant. Saken gjaldt vesentlig flere overtredelser, og var i Finanstilsynets øyne ikke sammenlignbar.

Basert på overnevnte fattet Finanstilsynet vedtak 29. august 2024, hvor det ila Pentwater et overtredelsesgebyr på 500 000 kroner.

## **5. Klagers anførsler**

Klagers anførsler fremkommer i brev 16. september 2024 fra Advokat Landa. Klager bestrider ikke fremstillingen av det faktiske saksforholdene i vedtaket.

Klager erkjenner at krysningene skulle vært rapportert våren 2020, og at det foreligger en forsinkelse. Klager har imidlertid tatt til ordet for at overtredelsens omfang var begrenset. Det er ikke påvist at den forsinkede rapporteringen påvirket aksjekursen, og shortposisjonenes markedsverdi var også lav, rundt 13 millioner kroner. Klager hevder videre at alvorlighetsgraden av en forsinket rapportering ikke øker proporsjonalt med lengden på

forsinkelsen. Gebyrets størrelse bør reflektere den faktiske påvirkningen og alvorlighetsgraden av overtredelsen.

Klager påpeker at overtredelsesgebyret som er ilagt, er det nest høyeste ilagt for brudd på SSR, og betydelig høyere enn hva som er vanlig i det klager vurderer som sammenlignbare saker. Klager viser særlig til Finanstilsynets sak 18/10274 – Alpha Blue Ocean, hvor selskapet ble ilagt et gebyr på 2,7 millioner kroner for 171 brudd på SSR-reglene. I dette tilfellet utgjør klagers tre brudd bare 1,75 % av bruddene i Alpha Blue Ocean-saken, men gebyret tilsvarer 18,51 % av Alpha Blue Oceans gebyr. Klager anfører at Finanstilsynet har foretatt en uriktig vurdering av antall brudd opp mot gebyret størrelse.

Klager har videre vist til flere vedtak fattet av Finanstilsynet som argument for at gebyret bør reduseres. Finansdepartementet viser til klagen punkt 4.3, avsnitt 12, 14 og 15 hvor klager skriver:

*I Finanstilsynets sak 21/5478 ble det påvist tre brudd, og gebyret ble satt til 80 000 kroner. Disse shortposisjonene var alle på over 0,5 %, og den ene var på 2,23 %. I Finanstilsynets sak 18/9129 – Luminus Management dreide det seg også om tre brudd, alle over 0,5 %. Gebyret ble der satt til 70 000 kroner. [...]*

*I Finanstilsynets sak 21/6954 Apollo Asset Limited om brudd på flaggeplikt ble gebyret satt ned til 800 000 kr av Finansdepartementet. Bruddet i den saken ble imidlertid ansett å undergrave tilliten til verdipapirmarkedet, jf. vphl § 1-1. I tillegg forelå det grov uaktsomhet. Til tross for dette ble gebyret likevel ikke satt høyere enn 800 000 kroner.*

*Pentwater vil videre vise til Finanstilsynets vedtak i sak 22/5684 (Navig8) hvor det ble ilagt et gebyr på 300 000 kroner for brudd på flaggereglene. Forsinkelsen var der riktignok betydelig kortere. Men bruddet var i tillegg egnet til å påvirke kursen. I tillegg var verdien av transaksjonen hele 125 millioner kroner, mens den her kun er 13 millioner kroner. Til tross for dette ilegges det i den saken et gebyr på kun 300 000.*

Klager har i lys av disse avgjørelsene tatt til orde for at et gebyr på 500 000 er for høyt.

Klager understreker at overtredelsene skjedde for mer enn fire år siden. Klager mener at tiden som har gått siden overtredelsen bør tillegges betydelig vekt ved fastsettelsen av gebyrets størrelse, og at dette tilsier at gebyret bør settes ned i vesentlig grad.

Klager anfører også at graden av skyld i denne saken er lav. Overtredelsene skyldes en enkeltstående hendelse hvor en ansatt sluttet, og rapporteringsplikten ble dermed glemt. Dette må trekkes inn som en formildende faktor ved utmåling av gebyret.

Hva gjelder antall brudd, hevder klager at det i realiteten dreier seg om én enkeltstående feil som resulterte i at tre terskler ikke ble rapportert. Klager mener derfor at gebyret bør reflektere at det er tale om ett enkeltstående brudd.

Etter klagers oppfatning er gebyret for høyt, og må settes ned i betydelig grad. Klager peker på at gebyret er nesten ti ganger høyere enn i andre saker med tre brudd, og gebyret utgjør 18,5 % av gebyret i Alpha Blue Ocean saken, selv om andelen brudd kun utgjør 1,57 %. I lys

av bruddets alvorlighetsgrad og tiden som er gått, ber klager derfor om at beløpet blir satt til mellom 50 000 og 80 000 kroner.

## **6. Finanstilsynets merknader til klagen**

Finanstilsynet har vurdert klagerens anførsler i sitt oversendelsesbrev 23 oktober 2024.

Anførslene har ikke endret grunnlaget for Finanstilsynets vedtak om illeggelse av overtredelsesgebyr. Finanstilsynet tilrår at vedtaket opprettholdes.

Finanstilsynet skriver:

*Finanstilsynet viser til sitt vedtak og fastholder at de objektive og subjektive vilkårene for å illegge overtredelsesgebyr etter vphl. § 21-4 første og femte ledd er oppfylt. I klagen har Pentwater gjort gjeldende – med unntak av anførslene knyttet til feilhenvisninger til verdipapirhandelens bestemmelser – de samme anførslene som ble gjort gjeldende da selskapet klaget på Finanstilsynets første vedtak av 28. mai 2024. Finanstilsynet foretok da en fornyet behandling av spørsmålet knyttet til utmålingen av gebyrets størrelse og konkluderte med å fastholde gebyret. Det har dermed ikke kommet frem noen nye argumenter/aspekter ved saken i klagen.*

*Pentwater har ikke bestridt at krysningene av netto short posisjoner som følger av Finanstilsynets oversikt ovenfor under punkt 2 skulle ha blitt rapportert og at manglende rapportering utgjør forsinkelse etter SSR og brudd på regelverket.*

*Det som er bestridt i klagen er Finanstilsynets vurderinger ved utmålingen av gebyret størrelse jf. vphl § 21-4 femte ledd, jf. forvaltningsloven § 46 andre ledd.*

Når det gjelder klagers anførsler om overtredelsesgebyrets størrelse bemerker Finanstilsynet:

*Vphl § 21-4 femte ledd jf. jf. forvaltningsloven § 46 andre ledd angir en ikke-uttømmende liste over momenter forvaltningsorganet kan tillegge vekt i sin utmåling av gebyrets størrelse. Det er ikke nødvendig at Finanstilsynet vurderer samtlige momenter før det treffes et vedtak. Det er tilstrekkelig at Finanstilsynet redegjør for de momenter som er vektlagt og som har hatt betydning for utmålingen i en konkret sak. Hvilke momenter som vektlegges som relevante og vektleggingen av de ulike momentene vil i utgangspunktet være opp til Finanstilsynets skjønn.*

*Pentwater skriver at ved vurderingen av «overtredelsens omfang» må Finanstilsynet hensynta at manglende rapportering av krysningene ikke har påvirket kursen. Ifølge Pentwater betyr dette at overtredelsens omfang er begrenset. At manglende rapportering medfører kurspåvirkning kan være en skjerpende omstendighet ved utmåling av gebyrets størrelse, men medfører ikke at det er en formidlende omstendighet at kursen ikke påvirkes.*

*Pentwater påpeker også at «alvorlighetsgraden av en forsinket rapportering stiger ikke proporsjonalt med lengden av forsinkelsen.» Deretter trekkes det paralleller til Finanstilsynets gebyrutmåling knyttet til flaggesaker.*

*Finanstilsynet har tidligere fremhevet at de første dagene etter at rapporteringsfristen utløper er tidskritiske med hensyn til å informere markedet. Etter hvert som tiden går, vil forsinkelsens lengde tillegges mindre vekt. Dette er imidlertid ikke ensbetydende med at forsinkelsens lengde blir irrelevant ved utmålingen av gebyrets størrelse. Pentwater foretar en direkte sammenligning av Finanstilsynets vurderinger i flaggesaker med de vurderinger som foretas i saker knyttet til shortsalg. Selv om det er noen likhetstrekk i regelsettene bygger overtredelsene på helt ulike regelsett. Det er derfor noe ulike hensyn som gjør seg gjeldende med ulik styrke i disse sakene.*

*Videre hevder Pentwater at overtredelsesgebyret er satt for høyt og at Finanstilsynet ikke har gjennomført en korrekt sammenligning av tidligere saker hvor det er ilagt overtredelsesgebyrer for lignende forhold. Pentwater trekker frem matematiske beregninger som selskapet har gjennomført selv for å vise at Finanstilsynet har tidligere ilagt – prosentmessig – lavere gebyrer sammenlignet med foreliggende sak.*

*Finanstilsynet opererer ikke med matematiske beregninger ved utmålingen av overtredelsesgebyrer. Tvert imot – og slik loven foreskriver – foretas det en skjønnsmessig samlet helhetsvurdering av en rekke sammensatte forhold. Det er derfor vanskelig å utlede noe konkret ut fra de matematiske beregninger Pentwater har fremlagt i sin klage. Heller ikke dette har Finanstilsynet tillagt noe vekt ved vurderingen av klagen.*

*Når det gjelder den nærmere vurderingen av tidligere saker og hvordan overtredelsesgebyret i denne saken står seg mot Finanstilsynets tidligere praksis vises det til Finanstilsynets vedtak av 29. august 2024 hvor Finanstilsynet har gjennomgått sine tidligere saker og hvordan disse skiller seg fra foreliggende sak.*

*Pentwater skriver også at «graden av skyld er lav» noe som må føre til at gebyrets størrelse må settes betydelig ned. Selskapet skriver at «Det er på det rene at hendelsesforløpet var unnskyldelig og at skyldes at en ansatt i Pentwater sluttet». Finanstilsynet har i sitt vedtak lagt til grunn at overtredelsen skyldes ren uaktsom. Uaktsomhet anses ikke som en formildende omstendighet, slik Pentwater hevder i sin klage. Dersom overtredelsen hadde vært forsettlig eller grovt uaktsomt ville dette vært en skjerpene omstendighet ved utmålingen.*

*Pentwater hevder også at det i realiteten dreier seg om «ett brudd». Finanstilsynet forstår denne anførselen dit hen at Pentwater mener at feilen kan tilbakeføres til en ansatt som sluttet og at rapporteringsplikten ble glemt i sin helhet. Heller ikke denne anførselen kan føre frem da saken dreier seg om tre separate rapporteringsforpliktelser som er blitt forsømt.*

Finanstilsynet fant på bakgrunn av de overnevnte vurderingene at det ikke var grunnlag for å omgjøre vedtaket om å ilegge overtredelsesgebyr på 500 000 kroner.



## 7. Finansdepartementets vurdering

### 7.1 Innledning

Innledningsvis bemerker departementet at verdipapirhandelloven ble endret ved lov 21. juni 2019 nr. 41. I tilknytning til endringsloven er det fastsatt overgangsregler ved forskrift 24. februar 2021 nr. 540. Forskriften om overgangsregler § 1 lyder:

*«§ 1. Saker om overtredelsesgebyr*

*For handlinger foretatt før 1. mars 2021 som var regulert av verdipapirhandelloven § 21-4 og de materielle reglene det henvises til der, samt tilhørende forskrifter, gis disse bestemmelsene anvendelse slik disse lød på handlingstidspunktet når det treffes vedtak om overtredelsesgebyr etter 28. februar 2021. Regelverket på tidspunktet for avgjørelsen skal likevel anvendes når dette fører til et gunstigere resultat for den ansvarlige. Det samme gjelder saker om overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven § 12-9.»*

Finansdepartementet vil behandle klagen i tråd med overgangsreglene.

Klagen gjelder overtredelsesgebyr ilagt etter vphl. § 21-4 (i dag § 21-2) for brudd på rapporteringsforpliktelser etter vphl. § 3-14 (i dag § 3-5), jf. shortsalgforordningen artikkel 5 og 6. De relevante delene av shortsalgforordningen art. 5 lyder som følger:

*Artikkel 5. Melding til vedkommende myndigheter om betydelige korte nettoposisjoner i aksjer*

*1. En fysisk eller juridisk person som har en kort nettoposisjon i den utstedte aksjekapitalen i et selskap som har aksjer som er opptatt til notering på en handelsplass, skal underrette vedkommende myndighet i samsvar med artikkel 9 når posisjonen når eller faller under en relevant terskel for melding nevnt i nr. 2 i denne artikkel.*

*2. En relevant terskel for melding er 0,2% av det berørte selskaps utstedte aksjekapital, og hvert steg på 0,1% over dette.*

*[...]*

Shortsalgforordningen art. 6 første og andre avsnitt lyder som følger:

*Artikkel 6. Offentliggjøring av betydelige korte nettoposisjoner i aksjer*

*1. En fysisk eller juridisk person som har en kort nettoposisjon i den utstedte aksjekapitalen til et selskap som har aksjer som er opptatt til notering på en handelsplass, skal offentliggjøre opplysninger om denne posisjonen i samsvar med artikkel 9 når posisjonen når eller faller under en relevant terskel for melding nevnt i nr. 2 i denne artikkel.*

*2. En relevant terskel for offentliggjøring er 0,5% av det berørte selskaps utstedte aksjekapital, og hvert steg på 0,1% over dette.*

*[...]*

Etter vphl. § 21-4 første ledd (slik bestemmelsen lød på handlingstidspunktet) kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr ved uaktsom eller forsettlig overtredelse av shortsalgforordningen artiklene 5 til 11 som gjennomført i dagjeldende vphl. § 3-14, eller forskrifter gitt til utfylling av bestemmelsen. Vphl. § 21-4 stiller krav om at både subjektive og objektive vilkår må være oppfylt.

Nedenfor vil departementet først vurdere om det er grunnlag for å ilegge overtredelsesgebyr, og deretter størrelsen på overtredelsesgebyret.

## **7.2 Objektive vilkår**

Vphl. § 3-14 første ledd (i dag § 3-5 første ledd) inkorporerer shortsalgforordningen, med visse EØS-tilpasninger, i norsk rett. Det følger av shortsalgforordningen artikkel 5 en plikt til å rapportere netto shortposisjoner, og av artikkel 6 en plikt til å offentliggjøre opplysninger om netto shortposisjoner.

Det er ikke bestridt at Pentwater hadde tre rapporteringspliktige netto shortposisjoner i XXL i perioden 19. til 27. mai 2020, og at disse skulle ha vært rapportert til Finanstilsynet, etter bestemmelsene i dagjeldende vphl. § 3-14 (i dag § 3-5), jf. shortsalgforordningen art. 5 og 6. Da de tre posisjonene aldri ble rapportert, foreligger det et objektivt brudd på shortsalgforordningen.

Departementet bemerker for ordens skyld at det etter shortsalgforordningen er uten betydning hvorvidt flere brudd hadde sitt utspring i samme forglemmelse. Etter art. 5 og 6 utløses underretning- og rapporteringsplikten når posisjonen «når eller faller under» de respektive tersklene. Enhver terskel som krysses uten å bli rapportert, utgjør dermed et separat brudd på reglene.

## **7.3 Subjektive vilkår**

For at Pentwater skal kunne ilegges overtredelsesgebyr etter vphl. § 21-4, slik den lød på tidspunktet da overtredelsene fant sted, må foretaket ha opptrådt forsettlig eller uaktsomt i forbindelse med overtredelsene.

Pentwater er en profesjonell aktør, som har tatt shortposisjoner i aksjer som er notert på en handelsplass. Departementet legger til grunn at det i et slikt tilfeller gjelder en relativt streng aktsomhetsnorm.

Pentwater har forklart at den manglende rapporteringen skyldes at en tidligere ansatt som var ansvarlig for å varsle om endringer i netto shortposisjoner, forlot selskapet. Dette er også grunnen til at den manglende rapporteringen ikke ble oppdaget. Departementet er imidlertid enig i Finanstilsynets vurdering om at Pentwater burde ha implementert rutiner for å håndtere at ansattes fratreden ikke påvirker selskapets etterlevelse av regulatoriske krav. Slike rutiner kunne ha forhindret overtredelsene.

På dette grunnlag mener departementet at Pentwater har opptrådt uaktsomt i forbindelse med den manglende rapporteringen av shortposisjonene.

#### 7.4 Om det bør ilegges overtredelsesgebyr, og gebyrets størrelse

Inngangsvilkårene for å ilegge overtredelsesgebyr er oppfylt.

Det er likevel ingen automatikk i at overtredelsesgebyr skal ilegges selv om inngangsvilkårene er oppfylt.

Departementet slutter seg til Finanstilsynets vurdering om at det ikke vil være uforholdsmessig å ilegge et overtredelsesgebyr i dette tilfellet. Klager har heller ikke motsatt seg at det skal ilegges et overtredelsesgebyr; det er størrelsen på gebyret som bestrides.

Vphl. § 21-4 (5) inneholdt på overtredelsestidspunktet en angivelse av hvilke momenter det kan tas hensyn til ved avgjørelsen av om en administrativ sanksjon skal ilegges og ved utmålingen.

Bestmmelsens femte ledd lød som følger på overtredelsestidspunktet:

*Ved utmåling av overtredelsesgebyr skal det særlig legges vekt på overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld. Overtredelsesgebyr tilfaller statskassen.*

Utmålingsreglene suppleres av vphl. § 21-14 og fvl. § 46 (2). Bestemmelsene presiserer at det ved utmålingen kan tas hensyn til blant annet sanksjonens preventive virkning, overtredelsens grovhet, om foretaket har eller kunne ha oppnådd noen fordel ved overtredelsen, og foretakets økonomiske evne.

I shortsalgforordningen art. 41 er det fastsatt at «sanksjonene og de administrative tiltakene skal være virkningsfulle, stå i forhold til overtredelsen og virke avskrekkende».

Sanksjoner er også omtalt i punkt 41 i fortalen til shortsalgforordningen:

*Idet det tas hensyn til de prinsipper som er fastsatt i Kommisjonens melding om styrking av sanksjonsordninger i sektoren for finansielle tjenester, samt unionsrettsakter vedtatt for å følge opp nevnte melding, bør medlemsstatene fastsette regler for sanksjoner og administrative tiltak som får anvendelse ved overtredelser av bestemmelsene i denne forordning, og bør sikre at de gjennomføres. Sanksjonene og de administrative tiltakene skal være virkningsfulle, stå i forhold til overtredelsen og virke avskrekkende. De bør bygge på retningslinjer vedtatt av ESMA for å fremme tilnærming og sammenheng på tvers av sektorene mellom sanksjonsordningene i finanssektoren.*

Ved individuell utmåling av overtredelsesgebyr for brudd på rapporteringsreglene er det til en viss grad naturlig å se hen til utmålingen av overtredelsesgebyr ved andre tilfeller av samme regelbrudd. Utmålingen av overtredelsesgebyr må imidlertid fastsettes konkret med utgangspunkt i den aktuelle overtredelsen.

Klager har argumentert for at gebyrets størrelse er for høyt i forhold til andre saker som gjelder brudd på rapporteringsreglene i SSR, særlig under henvisning til forholdet mellom antall brudd og gebyrets størrelse i sak 18/10274 Alpha Blue Ocean (ABO). Departementet er enig med Finanstilsynet i at overtredelsesgebyret ikke utmåles basert på en matematisk

beregning, men at det skal foretas en skjønsmessig vurdering. Til dette kommer det at overtredelsesgebyret i ABO-saken opprinnelig var satt til 4 millioner kroner, men at det endelige gebyrets størrelse ble redusert blant annet på grunn av lang liggetid, jf. Finansdepartementets klagevedtak (19/4158) s. 17. At overtredelsesgebyret ble redusert som følge av forhold utover det materielle regelbruddet vil under enhver omstendighet redusere overføringsverdien av en slik matematisk sammenligning. Departementet legger følgelig ikke særlig vekt på de beregningene som Pentwater har støttet seg på.

Hva gjelder den øvrige praksisen som klager har vist til, anerkjenner Departementet at det eksisterer et generelt krav til likebehandling ved forvaltningens myndighetsutøvelse. I den grad det eksisterer sammenlignbar praksis, vil dette kunne ha betydning for utmålingen.

Departementet kan imidlertid ikke se at det eksisterer sammenlignbar praksis i dette tilfellet. Pentwater har vist til Finanstilsynets saker 21/5478 og 18/9129. I sak 18/9129 var det tale om forsinket rapportering av to posisjoner. Forsinkelsene utgjorde henholdsvis 49 minutter og tre dager. I sak 21/5478 hadde det rapporteringspliktige selskapet feilberegnet sin netto short-posisjon, noe som medførte en feilaktig rapportering.

Departementet understreker at i klagers tilfelle er det tale om manglende rapportering, som over en periode på tre år aldri ble fanget opp av klager. De ovennevnte sakene har følgelig begrenset overføringsverdi.

Disse to sakene utgjør heller ikke et dekkende bilde av praksis på utmåling overtredelsesgebyr. Departementet viser til at loven forutsetter en konkret skjønnsutøvelse. Finanstilsynet har ved tidligere anledninger fattet vedtak for brudd på rapporteringsplikten i størrelsesordenen 10 000 til 2 700 000 kroner, og at samtlige illeggelser er konkret begrunnet.

Videre vil praksis som knytter seg til overtredelser av flaggeplikten ha begrenset relevans ved utmålingen, ettersom det er tale om ulike regelsett som skal ivareta forskjellige hensyn. Hovedhensynet bak flaggereglene er å gi markedet informasjon om vesentlige eierendringer i børsnoterte selskap, som igjen skal gjøre investorer i stand til å fatte velfunderte investeringsbeslutninger, jf. Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.308. Dette hensynet skiller seg fra reglene om shortsalg, som skal sikre gjennomsiktighet i markedet for betydelige korte nettoposisjoner, samt å redusere systemrisikoen knyttet til shortsalg, se fortalen til shortsalgforordningen, punkt 1 og Prop. 100 S (2015–2016) s. 48.

Omfanget på bruddene må også anees for å være relativt betydelige. Departementet er enig i Finanstilsynets syn på at de første dagene etter rapporteringsfristen utløper som er de mest kritiske med hensyn til å informere markedet, men at dette ikke innebærer at forsinkelsens lengde blir irrelevant ved utmålingen. At posisjonene forble urapportert frem til Finanstilsynets undersøkelser i 2023 – tre år etter de skulle vært rapportert – indikerer etter departementets syn at klager ikke hadde rutiner som var tilstrekkelige for å etterleve

regelverket. Forsinkelsen får etter dette betydning på selvstendig grunnlag, utover bare lengden på forsinkelsen.

Klager har også vist til at den manglende rapporteringen ikke påvirket kursen og graden av skyld er lav. Departementet viser til at kurspåvirkning er et skjerpene element ved utmålingen, men et fravær av kurspåvirkning impliserer ikke at gebyret skal reduseres. Dette gjelder tilsvarende ved graden av skyld.

Når det kommer til markedsverdien av posisjonene, er denne av begrenset betydning. Den relative størrelsen av de tre posisjonene som skulle ha vært rapportert var 0,79%, 0,55% og 0,73%. Alle tre posisjonene var over både rapporterings- og offentliggjøringsterskelen i SSR artikkel 5 og 6. At markedsverdien av posisjonen var rundt 13 millioner kroner er følgelig av underordnet betydning for utmålingen.

At overtredelsen skjedde for fire år siden, er uten betydning for utmålingen av gebyret i denne saken. At det tok tre år før avviket ble oppdaget skyldes klagers manglende rutiner, og er ikke et forhold som kan medføre at det skal utmåles et lavere overtredelsesgebyr. Departementet fremhever at dersom klager skulle høres med at lengden det tok før feilen ble oppdaget skulle berettigede en reduksjon i gebyret, kunne dette i praksis gi markedsaktørene et insentiv til ikke å opplyse Finanstilsynet om feilrapporteringer. Et slikt insentiv ville undergravet Finanstilsynets mulighet for å føre kontroll med markedet.

Departementet er enig med Finanstilsynet i at det i denne saken bør utmåles et relativt høyt gebyr. Departementet stadfester Finanstilsynets vedtak om at det skal utmåles et overtredelsesgebyr på NOK 500 000.

## **8. Vedtak**

Finanstilsynets vedtak stadfestes.

Klagen tas etter dette ikke til følge.

Klageadgangen er etter dette uttømt, jf. forvaltningsloven. § 28.

Med hilsen

Åse Natvig (e.f.)  
avdelingsdirektør

Jørgen Borchgrevink  
konsulent

*Dokumentet er elektronisk signert og har derfor ikke håndskrevne signaturer*