

Saxo Bank A/S
Att.: Direktionen
Philip Heymans Allé 15
2900 Hellerup

7. juli 2015

Ref. csr

J.nr. 6252-0273

Påtaler for Saxo Banks håndtering af CHF-hændelsen den 15. januar 2015 i forhold til reglerne om investorbeskyttelse

Påtaler

Finanstilsynet finder, at Saxo Bank A/S (herefter benævnt "Saxo Bank" eller "banken") har overtrådt investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 8, stk. 1, ved ikke at oplyse om begrænsninger for, hvornår den såkaldte "dedicated liquidity" finder anvendelse. Saxo Bank har efterfølgende fjernet de pågældende oplysninger fra sin hjemmeside. Finanstilsynet påtaler derfor, at Saxo Bank har markedsført sig med ufuldstændige oplysninger om begrænsningerne for *dedicated liquidity*.

Finanstilsynet påtaler endvidere, at Saxo Bank ikke straks har orienteret de kunder, som ikke kunne få eksekveret deres stop-loss ordrer som følge af den manglende likviditet i markedet den 15. januar 2015, om væsentlige vanskeligheder ved at udføre deres ordrer. Dette strider mod investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 27, stk. 1, nr. 3.

Baggrund

Da den schweiziske nationalbank (herefter benævnt "SNB") kl. 10.30 den 15. januar 2015 uden varsel ophævede sin fastkurspolitik over for euroen, medførte det en pludselig og kraftig stigning i kursen på schweizerfranc (CHF). Den voldsomme stigning i CHF-kursen betød, at mange kunder, som havde korte positioner¹ i CHF, oplevede, at deres positioner blev lukket ned som følge af, at de ikke længere opfyldte deres marginkrav.

Finanstilsynet har modtaget i alt 38 klager² over Saxo Bank, som kan henføres til CHF-hændelsen. Klagerne har bl.a. handlet om Saxo Banks justeringer af afregningskursen, Saxo Banks markedsføringsmateriale, kundernes mulighed for at komme i kontakt med Saxo Bank under hændelsen og Saxo

FINANSTILSYNET
Århusgade 110
2100 København Ø

Tlf. 33 55 82 82
Fax 33 55 82 00
CVR-nr. 10 59 81 84
finansstilsynet@ftnet.dk
www.finanstilsynet.dk

ERHVERVS- OG VÆKSTMINISTERIET

¹ En kort position er en position, hvor man opnår en gevinst, hvis kursen falder.

² Tallet er inklusive klager over Saxo Banks udenlandske datterselskaber og white labelling kunder.

Banks mulighed for at opkræve et beløb fra kunden, som overstiger dennes marginindbetaling.

Finanstilsynet har ved brev af 30. januar 2015 bedt Saxo Bank redegøre for bankens håndtering af situationen i forbindelse med nedlukningerne af kundepositionerne samt de efterfølgende justeringer af kundernes afregningsskurs. Finanstilsynet har herefter modtaget fire redegørelser fra Saxo Bank af henholdsvis den 20. januar, den 9. februar, den 16. april og den 9. juni 2015. Derudover har Finanstilsynet holdt to møder med Saxo Bank (den 23. januar og den 12. marts 2015), hvor Finanstilsynet har modtaget informationer om Saxo Banks håndtering af sagen.

Saxo Bank har bl.a. redegjort for følgende:

- Begrebet "Dedicated liquidity" i bankens markedsføringsmateriale.
- Bankens justering af afregningskurserne.
- Bankens orientering af kunder om ukorrekte nedlukningspriser.

Høring

Finanstilsynet sendte den 24. april 2015 et udkast til afgørelse i høring hos Saxo Bank. Saxo Bank afgav den 11. maj 2015 sit høringssvar og indsendte den 13. maj 2015 supplerende oplysninger. I høringssvaret nævner Saxo Bank bl.a. følgende, som uddybes i sagsfremstillingen i de respektive afsnit:

- Saxo Bank finder ikke, at banken med beskrivelsen af *dedicated liquidity* har handlet i strid med § 8, stk. 1, i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen omhandlende vildledende markedsføring.
- Saxo Bank mener ikke, at investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 27, stk. 1, nr. 3, omhandlende oplysningsforpligtelsen ved væsentlige vanskeligheder ved at udføre kundeordrer, finder anvendelse ved nedlukninger af kunders positioner som følge af manglende sikkerhedsmargin.

Saxo Bank har derudover foreslået nogle ændringer og tilføjelser i Finanstilsynets gengivelse af bankens argumenter og beskrivelse af sagsforløbet. Disse er kun i mindre grad imødekommet, da Finanstilsynet har vurderet, at de ikke har haft relevans for sagens afgørelse.

Saxo Banks markedsføringsmateriale: "Dedicated liquidity"

Af Saxo Banks hjemmeside fremgår bl.a. følgende om begrebet "Dedicated liquidity":

"Saxo Bank offers all clients dedicated liquidity for trades up to EUR 25M.

What is dedicated liquidity?

Liquidity means a demand in the market to buy or sell at a given price level. Without liquidity you will not be able to get in to a position when you see a favorable trading opportunity, or even worse, to get out of a position when you need it the most.

In case you want to sell a EUR against USD during high volatile market conditions finding a buyer can be very difficult or even sometimes impossible for many brokers. With Saxo Bank dedicated liquidity to each and every client answers this problem.”

Saxo Bank har forklaret Finanstilsynet, at *dedicated liquidity* skal forstås som Saxo Banks dedikation til at udføre handler i selv volatile markeder, som understøttes af handelsplatformens indretning med eksekverbare priser (såkaldte ”grønne priser” som viser, at handlen kan udføres til den pågældende pris) baseret på priser fra bankens netværk af brokere.

Saxo Bank har derudover gjort gældende, at teksten på bankens hjemmeside ikke siger noget om, hvilke priser handler kan eksekveres til, og at teksten ikke tager stilling til handler, som eksekveres i ekstremt illikvide markeder.

Saxo Bank har i øvrigt oplyst, at banken ikke har nogen definition på et ekstremt illikvidt marked eller et ekstremt volatilt marked.

Saxo Bank har i sit høringssvar oplyst, at banken ikke er enig i Finanstilsynets vurdering af, at teksten på bankens hjemmeside om *dedicated liquidity* er uklar eller vildledende og således i strid med § 8, stk. 1, i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen.

Saxo Bank har anført, at banken i omtalen af *dedicated liquidity* ikke garanterer, at transaktioner vil blive gennemført til en særligt gunstig pris, og at banken i øvrigt har eksekveret i overensstemmelse med den likviditet og de konstaterede markedspriser, der var tilgængelige i markedet.

Saxo Bank har derudover anført, at teksten om *dedicated liquidity* skal læses i sammenhæng med anden information til kunderne, herunder information om *slippage*, der er beskrevet i et særskilt link ”No-slip Stop Order Policy” i et lag under fanen, der beskriver ”No-Slip Stop Orders”. Beskrivelsen af ”No-Slip Stop Orders” findes i et link på samme side, hvor linket til teksten om *dedicated liquidity* fandtes. Saxo Bank har oplyst, at det af ”No-Slip Stop Order Policy” fremgår, at: *”Unless there is a very large gap in the market (more than the defined ‘Maximum Gap’ shown below) the order will be filled at the specified order level – ZERO SLIPPAGE, at no cost”*. Saxo Bank fin-

der, at en investor, der læser disse oplysninger, ikke kan få opfattelsen af, at man har en særlig adgang til gunstige priser i et volatilt og illikvidt marked.

Saxo Bank har yderligere argumenteret for, at kravene til informationsmateriale skal afspejle den type kunder, som Saxo Bank betjener, hvilke ifølge Saxo Bank ikke er "den almindelige dansker på gaden". I tilfælde af, at "en almindelig dansker på gaden" uden kendskab til valutahandel ønsker at foretage handler med valutaprodukter, vil kunden modtage en advarsel om, at banken ikke finder produktet hensigtsmæssigt for kunden, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 17, stk. 2 og 3. Banken finder, at det vil være illusorisk at antage, at en mere detaljeret oplysning om *dedicated liquidity* ville bibringe kunderne en bedre forståelse af produktet eller i øvrigt have nogen effekt på kundernes adfærd.

Endelig har Saxo Bank i sit høringssvar oplyst, at banken af egen drift fjernede teksten om *dedicated liquidity* fra sin hjemmeside allerede den 19. januar 2015. Banken har dog efterfølgende oplyst til Finanstilsynet, at oplysningerne ved en fejl ikke blev slettet fra bankens hjemmeside, og at de således har været tilgængelige frem til i hvert fald 12. marts 2015. Oplysningerne om *dedicated liquidity* fremgår dog ikke længere af bankens hjemmeside.

Retligt grundlag:

Det fremgår af § 8, stk. 1, i bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel (herefter benævnt "investorbeskyttelsesbekendtgørelsen"), at information som må antages at blive modtaget af detailkunder skal være klar og ikke-vildledende.

I vejledningen til investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 8, stk. 1, står der bl.a., at information fra en værdipapirhandler skal tilpasses det vidensniveau, det må forventes, at en detailkunde har. Dette skal for forbrugere fortolkes i overensstemmelse med definitionen af en gennemsnitsforbruger i direktivet om urimelig handelspraksis. Værdipapirhandleren skal derfor tilpasse informationen til vidensniveauet hos en, under hensyntagen til sociale, kulturelle og sproglige forhold, almindelig oplyst, rimeligt opmærksom og velunderrettet gennemsnitsforbruger. Kravene til, hvad der skal forstås ved en gennemsnitsforbruger, er ganske beskedne og indebærer, at præsentationen af et produkt skal vurderes i forhold til, om det kan forventes at blive forstået af den "almindelige dansker på gaden".

Finanstilsynets vurdering:

Finanstilsynet finder, at beskrivelsen af *dedicated liquidity* kan give kunden indtryk af, at man som kunde i Saxo Bank får en særlig adgang til en bedre likviditet i markedet, som giver mulighed for at kunne handle i selv meget

volatile markeder. Kunden bliver således stillet i udsigt, at man med *dedicated liquidity* kan komme ind i – og ligeså vigtigt ud af – en valutaposition, når der er behov for det, selv når det er allermest vigtigt for kunden.

Finanstilsynet finder, at det ikke kan forventes, at en investor uden særlige forudsætninger kunne gennemskue, at der ikke vil være *dedicated liquidity* i bestemte markedssituationer. Det er i øvrigt Finanstilsynets vurdering, at beskrivelsen af *dedicated liquidity* er egnet til at give selv kunder, der anses for at være mere erfarne investorer end ”den almindelige dansker på gaden”, forståelsen af, at Saxo Bank i modsætning til konkurrenterne, altid kan afvikle handler – også i et ellers illikvidt marked.

Bortset fra begrænsningen på handler op til 25 mio. euro nævnes der ikke nogen begrænsning for, hvornår *dedicated liquidity* vil finde anvendelse. Finanstilsynet finder, at teksten tværtimod er formuleret, så den giver indtryk af, at likviditetsrisiciene forbundet med at handle valuta fjernes med Saxo Banks løsning. Dette tjener til at indgyde en tryghed hos kunderne, og det vil antageligt kunne påvirke kunderne i deres valg af udbyder.

Finanstilsynet finder, at en finansiel virksomhed skal udarbejde sit markedsføringsmateriale for finansielle instrumenter og investeringsservices, så det lever op til den standard, der beskrives i vejledningen til investorbeskyttelsesbekendtgørelsens bestemmelser om markedsføringsmateriale. En virksomhed kan således ikke udarbejde sit markedsføringsmateriale ud fra en antagelse om, at de personer som modtager eller læser markedsføringsmaterialet har særlige forudsætninger for at forstå det, medmindre dette er godtgjort. Det er Finanstilsynets opfattelse, at det forhold, at en kunde har gennemgået (og bestået) en hensigtsmæssighedstest for handel med valuta, ikke i sig selv giver tilstrækkeligt grundlag til at kunne forvente, at kunden har en så tilstrækkelig indsigt i markedet, at vedkommende vil kunne gennemskue, at *dedicated liquidity* ikke vil finde anvendelse i særlige markedssituationer.

Det er således ikke forventeligt, at en detailinvestor – uden henvisning i øvrigt – skal finde og selvstændigt forstå, at den separate information om bankens No-Slip Stop Order Policy (som forefindes to ”klik” væk) indebærer begrænsninger i *dedicated liquidity*.

Finanstilsynet finder, at det strider mod § 8, stk. 1, i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, at Saxo Bank markedsfører sig over for detailkunder ved at tilbyde en ”dedikeret likviditet” som bl.a. skal sikre kunder imod ikke at kunne afvikle deres valutapositioner uden at oplyse om eller henvise til en fyldestgørende beskrivelse af ydelsen og eventuelle begrænsninger, der måtte være ved den.

Finanstilsynet har noteret sig, at Saxo Bank har valgt at fjerne beskrivelsen af *dedicated liquidity* fra sin hjemmeside. Finanstilsynet påtaler derfor, at Saxo Bank på bankens hjemmeside har givet en utilstrækkelig beskrivelse af begrænsningerne ved den såkaldte *dedicated liquidity*.

Nedlukning af kunders CHF-positioner og justering af kurser

Nedlukning af CHF-positioner

Som beskrevet i indledningen har Saxo Bank oplyst, at den pludselige stigning i CHF-kursen medførte, at et stort antal kunder ikke kunne opfylde deres marginkrav, hvorefter kundernes positioner blev lukket ned (stop-out) i overensstemmelse med aftalegrundlaget. Banken har forklaret, at bankens IT-system er sat op til, at en nedlukning sker automatisk på baggrund af de pris-streams, som banken modtager fra sine likviditetsudbydere. I visse tilfælde vil nedlukninger ske efter en manuel håndtering, hvor stop-out ordrerne først skal godkendes af en dealer, inden de lægges ud i markedet. Dette sker som en sikkerhedsmekanisme, som skal modvirke fejlagtige eksekveringer, og som fx aktiveres, hvis værdien på en kundes position falder unormalt meget inden for kort tid. Efter manuel kontrol eksekveres ordrerne på almindelig vis via Saxo Banks ordrehåndteringssystem.

Ifølge Saxo Bank var de streamede priser fra likviditetsudbydere umiddelbart efter kl. 10.30 den 15. januar som følge af den ekstraordinære markedssituation imidlertid ikke eksekverbare, men alene indikative. Bankens system er indrettet således, at nedlukninger af kunders positioner sker på baggrund af de streamede priser fra likviditetsudbydere. Dette har resulteret i, at de nedlukningspriser, som kunderne i første omgang automatisk har modtaget, ifølge Saxo Bank ikke har været udtryk for den reelle markeds-kurs, som har ligget på et markant andet niveau.

Det store antal nedlukninger af kundepositioner kombineret med, at bankens væsentlige likviditetsstillere næsten øjeblikkeligt ophørte med at stille eksekverbare priser, betød, at der opstod en "pukkel" af stop-out ordrer, som ikke kunne afvikles i markedet pga. manglende likviditet.

Saxo Bank har oplyst, at EBS Service Company Limited (herefter benævnt "EBS") under CHF-hændelsen (fra ca. kl. 10.30 til kl. 11.00) var den eneste reelle handelsadgang i markedet, og at stort set alle bankens ordrer blev eksekveret herigennem. Banken har fremlagt handelsdata for Finanstilsynet, som underbygger dette, og som viser, at der under CHF-hændelsen er eksekveret handler inden for et kursspænd på 1,02000-0,86000 i EURCHF-krydset.

Justering af handelskurser

Det er Saxo Banks opfattelse, at aftalegrundlaget med kunden giver banken ret til at korrigere udmeldte afregningspriser, som er åbenbart forkerte, og

som kan henføres til fx særlige markedsforhold, hvor der ikke er likviditet i markedet. Med henvisning hertil har Saxo Bank valgt at korrigere de oprindeligt udmeldte – og ifølge Saxo Bank fejlbehæftede – nedlukningspriser, til de priser som banken reelt kunne eksekvere til i markedet under hændelsen. Banken henviser til følgende bestemmelser i aftalegrundlaget:

6.12

Det er muligt, at der kan forekomme fejl i de transaktionspriser, der er opgivet af Saxo Bank. I sådanne tilfælde og uden præjudice for eventuelle andre rettigheder, som Saxo Bank måtte have været berettiget til at kunne udøve i henhold til dansk ret, er Saxo Bank ikke, forpligtet af en Kontrakt, som gøres gældende at være indgået (hvad enten det er bekræftet eller ikke af Saxo Bank) til en pris, som:

- i Saxo Bank over for Kunden kan dokumentere ville være åbenbart ukorrekt på tidspunktet for transaktionen; eller*
- ii var, eller rimeligvis burde have været, kendt af Kunden som ukorrekt på tidspunktet for transaktionen.*

I ovennævnte situationer reserverer Saxo Bank retten til at 1) annullere handlen eller 2) korrigere handelsprisen til enten den pris som Saxo Bank selv afdækkede handlen til eller alternativt den historiske markedspris

16.5

Med henblik på, at Saxo Bank kan kvotere kurser med den hurtighed, der normalt er forbundet med spekulationshandel, kan Saxo Bank være nødt til at disponere på baggrund af kurs- eller disponibilitetsoplysninger, der efterfølgende kan vise sig at være fejlagtige på grund af særlige markedsforhold, f.eks. men ikke begrænset til, manglende likviditet i eller suspendering af et aktiv eller fejl i informationskilder eller kursoplysninger fra Modparter. I så fald, og såfremt Saxo Bank har disponeret i god tro, da Saxo Bank angav kursen til Kunden, er Saxo Bank berettiget til at annullere handlen med Kunden, men er forpligtet til at gøre dette inden for et rimeligt tidsrum, og er i denne sammenhæng forpligtet til at meddele Kunden en fuldstændig forklaring på årsagen til en sådan annullering.

Saxo Bank har fremlagt handelsdata, der viser, at de handler, banken eksekverede på EBS, inden for ovennævnte kursspænd, kan inddeles i tre faser baseret på spring i de kurser, banken kunne handle til i markedet.

	Fase 1	Fase 2	Fase 3
Første handel	10:33:39	10:41:33	10:45:56
Sidste handel	10:41:00	10:43:50	10:52:56

Tabel 1: Faseinddeling for CHF-handlerne under CHF-hændelsen.

Saxo Bank har oplyst, at man inden for de respektive tre faser har udregnet en vægtet gennemsnitskurs (VWAP) på baggrund af priserne for de faktisk gennemførte handler i den mest volatile periode på ca. 30 minutter efter SNB's udmelding. Banken har oplyst, at metoden er valgt af hensyn til at sikre ligebehandling af de kunder, hvis positioner blev lukket ned i de respektive tidsfaser. Faser og VWAP-kurser er summarisk gengivet i Tabel 1.

Saxo Bank har oplyst, at hovedparten af positionerne (82,54 %) blev lukket ned umiddelbart efter CHF-hændelsen, dvs. i tidsrummet under den af Saxo Bank konstruerede Fase 1. Men pga. den manglende likviditet i markedet var det ikke muligt for Saxo Bank at handle alle de nedlukkede positioner i markedet. De ordrer, der lå i kø til at blive eksekveret, blev derfor eksekveret over både Fase 1 og Fase 2 og delvist Fase 3. For de nedlukninger, der er foretaget i Fase 2 og 3, er ordrene blevet eksekveret af Saxo Bank under Fase 3, da disse skulle afvente afviklingen af de foranstående ordrer. På den baggrund har Saxo Bank udregnet justerede vægtede gennemsnitskurser for nedlukningerne foretaget inden for de respektive faser. Det resulterede i, at kunder, der er blevet lukket ned i Fase 1, efterfølgende har fået deres nedlukningskurs justeret til kurs 0,96250, mens kunder, der er lukket ned i Fase 2 og 3, er blevet afregnet til kurs 0,88000. Dette fremgår af Tabel 2 nedenfor.

	Fase 1	Fase 2	Fase 3
Første handel	10:33:39	10:41:33	10:45:56
Sidste handel	10:41:00	10:43:50	10:52:56
Justeret VWAP	0,96250	0,88000	0,88000

Tabel 2: Justerede VWAP-kurser (og afregningskurser) for de respektive faser

Saxo Bank har supplerende forklaret, at de indikative (og altså ikke-eksekverbare) priser fra bankens likviditetsstillere faldt gradvis i modsætning til den reelle observerede markedskurs i CHF, som steg stort set vertikalt. Det betød, at der systemmæssigt skete en gradvis nedlukning af kundepositioner ud fra de indikative priser i systemet – priser der altså ikke kunne understøttes af handelsvolumen i markedet. Hovedparten af positionerne (82,54 %) skulle således reelt have været nedlukket samtidig til markedskurs (jf. Fase 1), da kunderne reelt er kommet i misligholdelse på samme tidspunkt til samme pris. Det er på den baggrund, at Saxo Bank har afregnet kunderne til den justerede VWAP-kurs således, at kunder der reelt skulle være lukket ned samtidig er blevet afregnet til den samme pris.

Retligt grundlag

Det følger af investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 5, at en finansiel virksomhed skal handle redeligt og professionelt.

Af § 3, stk. 1, i bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer fremgår det, at en værdipapirhandler ved udførelse af ordrer skal træffe alle rimelige foranstaltninger for at opnå det efter omstændighederne bedste resultat for sine kunder, idet der tages hensyn til pris, omkostninger, hurtighed, gennemførelses- og afregningssandsynlighed m.m.

Finanstilsynets vurdering

Det er Finanstilsynets vurdering, at et aftalevilkår, der giver en finansiel virksomhed ret til at ændre i afregningspriser under nogle nærmere specificerede vilkår, ikke i sig selv er i strid med reglerne om, at en finansiel virksomhed skal handle redeligt og professionelt over for sine kunder. Hvorvidt de aftaleretlige betingelser for, at banken kan ændre i kursen, er opfyldt i den konkrete sag vil imidlertid være et spørgsmål, som må afklares ved Pengeinstitutankenævnet eller ved domstolene.

For så vidt angår eksekveringen af CHF-ordrer i markedet har Saxo Bank oplyst, at stort set alle bankens handler er eksekveret via EBS, som var den eneste mulighed, da alle bankens andre likviditetsstillere ophørte med at stille eksekverbare priser. Finanstilsynet har ikke fundet grundlag for at fastslå, at Saxo Bank derved har handlet i strid med reglerne om best execution.

Derudover er det Finanstilsynets vurdering, at metoden, som Saxo Bank har fremlagt og anvendt til at fastsætte de korrigerede afregningskurser for de berørte kunder, bidrager til en ligebehandling mellem kunderne og ikke ensidigt varetager bankens interesser. Finanstilsynet finder derfor, at metoden ikke strider mod reglerne om, at en værdipapirhandler skal handle redeligt og professionelt.

Orientering om ukorrekte priser ved stop-out

Saxo Bank har oplyst til Finanstilsynet, at banken umiddelbart efter SNB's offentliggørelse af bruddet med fastkurspolitikken blev opmærksom på, at kunder fik deres positioner lukket ned til forkerte afregningskurser. Dette var en konsekvens af, at systemet var sat op til automatisk at eksekvere på baggrund af pris-streams, som kun var indikative. Banken var således øjeblikkeligt opmærksom på, at den ville blive nødt til at korrigere afregningspriserne for kunderne.

Saxo Bank har derudover oplyst, at banken, 1 time og 23 minutter efter de første stop-out ordrer blev eksekveret, sendte en generel mail ud til alle de

berørte kunder, hvor man orienterede om, at kunderne måtte imødesee en priskorrektion.

Nedlukning af kunder som følgende af manglende margin

Saxo Bank har tilkendegivet over for Finanstilsynet, at man ikke mener at være omfattet af § 27, stk. 1, nr. 3, i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, som pålægger en værdipapirhandler straks at informere detailkunder om eventuelle problemer med at udføre deres ordrer. Saxo Bank begrundet det med, at en nedlukning af en kunde er en misligholdelsesbeføjelse, som følger af aftalen, hvilket giver Saxo Bank ret til at lukke en kundes position, når kunden ikke opfylder marginkravet. Det sker i praksis ved, at positionen lukkes ned til den konstaterede markedskurs. Det er altså ikke en ordre, der er afgivet af en kunde. Desuden har Saxo Bank anført, at kunden i den situation ikke har samme behov for hurtig information, som i tilfælde, hvor kunden har afgivet en ordre, der ikke kan afvikles som først antaget.

Saxo bank har i sit høringssvar i øvrigt gjort gældende, at banken har en ret, men ikke en pligt til at udøve sine misligholdelsesbeføjelser, idet dette er en diskretionær beslutning, som Saxo Bank kan træffe. En nedlukning af kundernes positioner er således udtryk for en beslutning, transaktion eller handel, der træffes diskretionært af Saxo Bank i overensstemmelse med kontraktgrundlaget.

Saxo Bank drager i den forbindelse en parallel til den situation, hvor en bank har fået sikkerhed i en kundes værdipapirer og anvender sin ret til at effektuere misligholdelsesbeføjelser. I en sådan situation vil banken ifølge retsplejelovens § 538 a, stk. 2 være forpligtet til at give kunden en uges varsel, førend et salg af de pantsatte værdipapirer kan finde sted. Saxo bank anfører, at i et sådan tilfælde vil banken ikke være forpligtet til at varsle kunden om potentielle hindringer for at udføre kundens ordre fra det tidspunkt, hvor meddelelsen om misligholdelsen gives, da der ikke foreligger nogen ordre.

Saxo Bank finder således, at orienteringen om ukorrekte priser ikke skal bedømmes efter investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 27, stk. 1, nr. 3, men i stedet efter samme bekendtgørelses § 5 omhandlende redelig og professionel adfærd.

Eksekvering af stop ordrer/limit ordrer

Saxo Bank har derudover oplyst, at de kunder, som inden CHF-hændelsen havde placeret en stop ordre/limit ordre, som pga. den manglende likviditet under CHF-hændelsen ikke kunne eksekveres til den foruddefinerede kurs, blev behandlet som bankens øvrige kunder. Det betød, at samtlige kundeordrer blev eksekveret snarest muligt efter, at "trigger-niveauet" for de pågældende stop/limit ordrer blev ramt. Banken henviser til, at dette er i over-

ensstemmelse med pkt. 5.3 i bankens almindelige forretningsbetingelser, hvoraf det fremgår, at: *"Hvis 'bid' prisen for salgsordrer eller 'ask' prisen for købsordrer opnås, vil ordren blive effektueret snarest muligt til den pris, som er opnåelig i markedet. Limit og stop ordrer udføres i overensstemmelse med Saxo Banks Best Execution Policy og garanteres ikke udført til den angivne pris eller mængde, medmindre dette er udtrykkeligt angivet af Saxo Bank for den specifikke ordre"*. Dette sker ved, at ordren straks får en "hit-time" og derefter ikke kan annulleres eller tilbagekaldes. Ifølge Saxo Bank kunne kunderne således ikke have brugt en eventuel tidligere information om eksekveringen til at ændre eller slette ordren.

Der var i alt 186 kunder, som fik udløst en stop ordre/limit ordre under CHF-hændelsen og efterfølgende fik justeret de priser som initialt var meldt ud. Heraf blev 112 kunder justeret i negativ retning, og 74 kunder blev justeret i positiv retning.

Saxo Bank oplyser, at man ikke mener at have overtrådt investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 27, stk. 1, nr. 3, ved ikke at have orienteret de 186 kunder med stop ordrer/limit ordrer om væsentlige vanskeligheder ved at udføre deres ordrer.

Saxo Bank har yderligere forklaret, at banken prioriterede at få afviklet de stop-out ordrer, som lå i kø til at blive eksekveret i markedet, og at man orienterede kunderne, så snart det var praktisk muligt. Yderligere har banken gjort gældende, at selv hvis kunderne var blevet orienteret straks efter, at banken blev opmærksom på vanskelighederne ved at gennemføre handlerne, så ville det ikke have haft nogen betydning for kunden i forhold til at foretage foranstaltninger til at sikre sig mod et tab. Kundens muligheder for at "hedge" ved fx at tage en modgående position ville således kun have været teoretisk, idet kontoen for det første var lukket ned, og idet det for det andet ikke var muligt at oplyse en præcis pris på det pågældende tidspunkt i det meget volatile marked.

Saxo bank har i sit hørings svar anført, at banken ikke finder, at en meddelelse, udsendt 1 time og 23 minutter efter, at banken blev opmærksom på problemerne med at effektuere nedlukningshandlerne, er i strid med forpligtelsen til at handle redeligt og professionelt, jf. § 5 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen.

Retligt grundlag

Det følger af investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 27, stk. 1, nr. 3, at en værdipapirhandler, straks efter at være blevet opmærksom herpå, skal informere en detailkunde om eventuelle væsentlige problemer med at udføre en ordre.

Finanstilsynets vurdering:

Det er Finanstilsynets opfattelse, at der ikke er tale om en ordre i tilfælde, hvor en kundes positioner tvangsnedlukkes som følge af, at de aftalte marginkrav ikke længere opfyldes, hvorfor investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 27, stk. 1, nr. 3, ikke finder anvendelse i forbindelse med bankens justering af de først udmeldte afregningspriser over for de kunder, der blev tvangsnedlukket i forbindelse med CHF-hændelsen.

Selvom en tvangsnedlukning rent teknisk ikke kan betegnes som en ordre, vil banken stadig være omfattet af forpligtelsen til at handle redeligt og professionelt, hvilket bl.a. indebærer at banken skal foretage alle rimelige foranstaltninger for at opnå det efter omstændighederne bedste resultat for sine kunder i forbindelse med nedlukningen.

Finanstilsynet finder derimod, at i tilfælde, hvor en kunde har indlagt en stop ordre/limiteret ordre, har kunden *aktivt* placeret en ordre, og har således en berettiget forventning om, at ordren vil blive gennemført. Kunden skal derfor, jf. investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 27, stk. 1, nr. 3, straks oplyses om væsentlige problemer med at udføre ordren.

I et marked som valutamarkedet, der er kendetegnet ved, at selv små prisændringer kan have stor finansiel betydning for investorer med gearede positioner, og hvor kunderne er vant til at kunne følge information om deres positioner i realtid, er hurtighed i eksekvering og levering af information en afgørende faktor. Finanstilsynet har forståelse for, at Saxo Bank som følge af den aktuelle markedssituation den 15. januar 2015 i tiden umiddelbart efter eksekveringen af limit-ordrer på vegne af de 186 kunder ikke havde mulighed for straks at give hver enkelt kunde meddelelse om, hvilken kurs der ville blive endeligt gældende, efter at der viste sig problemer med at realisere den udmeldte kurs. § 27, stk. 1, nr. 3, i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen stiller imidlertid ikke krav om, at den korrekte kurs skal angives "straks". Bestemmelsen foreskriver alene, at værdipapirhandleren skal have procedure, der sikrer, at værdipapirhandleren straks efter at være blevet opmærksom på væsentlige problemer med at udføre ordren, skal meddele dette til kunden.

Finanstilsynet finder, at en notifikation til kunden om, at der var problemer med at udføre ordren, kunne have været udsendt automatisk få minutter efter, at disse problemer var erkendt. En notifikation til kunden 1 time og 23 minutter efter ordreafgivelsen opfylder efter Finanstilsynets vurdering ikke kravet om straks at oplyse kunden om eventuelle problemer med at udføre ordren. Dette gælder uanset, at meddelelsen med sine endelige kursangivelser indeholdt flere oplysninger end foreskrevet i § 27, stk. 1, nr. 3, i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen.

I denne vurdering forholder Finanstilsynet sig ikke til, hvorvidt en hurtigere information til kunderne kunne have haft betydning for kundernes mulighed for at minimere deres tab, idet dette ikke har nogen betydning for fortolkning af bestemmelsen.

Finanstilsynet påtaler, at Saxo Bank ikke straks orienterede de detailkunder, der havde placeret stop/limit ordrer i CHF om, at der var væsentlige problemer med at udføre stop/limit ordrerne til den af kunderne angivne kurs.

Klagevejledning

Finanstilsynets afgørelse kan, senest 4 uger efter at afgørelsen er modtaget, jf. § 372, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed, indbringes for Erhvervsankenævnet pr. e-mail eller pr. post til Dahlerups Pakhus, Langelinie Allé 17, Postboks 2000, 2100 København Ø, tlf. 35 29 10 93.

Det følger af § 7 i bekendtgørelse om Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn, at det er forbundet med et gebyr på 4.000 kr. at klage til Erhvervsankenævnet. Ved klager over forhold, der ikke vedrører klagerens aktuelle eller fremtidige erhvervsforhold, er gebyret dog 2.000 kr. Efter § 15, stk. 4, i nævnte bekendtgørelse, kan nævnet eller formanden på dets vegne træffe bestemmelse om hel eller delvis tilbagebetaling af det indbetalte gebyr, hvis der gives klageren helt eller delvist medhold. Gebyret tilbagebetales, hvis klagen afvises.

Offentliggørelse

Efter § 354 a, stk. 1, i lov om finansiel virksomhed skal reaktioner givet af Finanstilsynets bestyrelse offentliggøres med angivelse af virksomhedens navn. I den forbindelse bemærkes, at Finanstilsynet vurderer, at der ikke er noget til hinder for, at afgørelsen offentliggøres, jf. § 354 a, stk. 4, i lov om finansiel virksomhed.

Med venlig hilsen

Ulla Brøns Petersen
Konstitueret kontorchef