

# En højesteretsdom om valutaspekulation

Fra den 15/1-2015, omkring kl. 9:30, fastholdt den schweiziske nationalbank, SNB, ikke længere det hidtidige loft over kursen på schweizerfranc, og det efterfølgende fald i EUR/CHF-kursen blev det største nogensinde i et betydende valutakryds. Med udgangspunkt i markedssituationen den 15/1-2015 afsagde Højesteret den 9/10-2019 efter tredjeinstansbevilling en bemærkelsesværdig dom. Den angik, hvorvidt Saxo Bank i henhold til aftalegrundlaget retroaktivt var berettiget til at ændre afregningsprisen over for sin kunde. Sagen kommenteres i artiklen. Her fremhæves vigtigheden af at fastlægge aftaletypen (det finansielle produkt), det centrale spørgsmål om principal-agent forholdet mellem bank og kunde og bankens prisstillelse over for kunden.

## AF FORFATTERE



### Tanja Jørgensen

Professor, Juridisk Institut, Aarhus Universitet  
E-mail: tj@law.au.dk

Tanja Jørgensen er professor, Juridisk Institut, Aarhus Universitet, med en særlig interesse for formueret og finansiell regulering.



### Carsten Tanggaard

Professor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet  
E-mail: ctanggaard@econ.au.dk

Carsten Tanggaard er professor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet, med en særlig interesse for markeder i finansielle og andre instrumenter.

**Note:** Forfatterne takker en anonym referee for kommentarer til artiklen.

Den 15/1-2015 umiddelbart efter 9:30 GMT og i minutterne herefter faldt kursen i EUR/CHF-krydset hurtigt og dramatisk.<sup>1</sup> På højden af uroen registrerede Electronic Broking Services (EBS) kursen 0,8052 mod en tidligere stabil kurs over men tæt på 1,20. Cirka 30 minutter efter stabiliserede kursen sig igen et sted mellem 1,05 og 1,10. Årsagen til faldet var en pludselig annonceret ændring i SNB's valuta- og pengepolitik. Begivenheden udløste store tab hos alle med korte positioner i CHF og lange positioner i EUR.

Placeringen af tabene blev genstand for retssager i årene derefter i Danmark og i udlandet. Med udgangspunkt i markedssituationen den 15/1-2015 afsagde Højesteret den 9/10-2019 en bemærkelsesværdig dom, som er trykt i Ugeskrift for Retsvæsen, *U 2020.52 H*. Sagen angik, hvorvidt Saxo Bank A/S (herefter Saxo Bank) i henhold til aftalegrundlaget retroaktivt var berettiget til at ændre afregningsprisen over for en kunde. Efter tredjeinstansbevilling og med dissens (4-1) nåede Højesteret frem til det samme resultat som Sø- og Handelsretten og gav Saxo Bank medhold. Østre Landsret var forinden nået frem til det modsatte resultat.<sup>2</sup> Sø- og Handelsretten har senere lagt sin egen og Højesterets dom til grund i flere tilsvarende sager om

samme valutabegivenhed, hvor kunder i Saxo Bank A/S havde spekuleret i EUR/CHF-krydset.<sup>3</sup> I det følgende kommenterer vi sagen. Vi tager som Østre Landsret og Højesteret udgangspunkt i de omstændigheder, som beskrives i Sø- og Handelsrettens dom. Vi fremhæver den centrale udfordring, der ligger i at forstå markederne og de handlede instrumenter for kvalificeret at kunne forholde sig til aftalegrundlaget. Sagen illustrerer den vigtige rolle, som domstolene har i så henseende.

## Markedssituationen den 15/1-2015

I perioden fra september 2011 til januar 2015 lå EUR/CHF-kursen stabilt på 1,20. Det skete i medfør af SNB's annoncering af et loft over CHF-kursen relativt til EUR.<sup>4</sup> Umiddelbart efter SNB-annonceringen kl. 9:30 den 15/1-2015 begyndte EUR/CHF-kursen at falde kraftigt.<sup>5</sup> Den første handel under kurs 1,20 var initieret af en sælger og registreret kl. 9:30:48 på kursen 1,1972, jf. Figur 1. Den laveste kurs på dagen blev registreret kl. 9:34:45 til 0,8052.<sup>6</sup> Kort efter kl. 10:00 stabiliserede markedet sig på et niveau med små udsving i intervallet mellem 1,05 og 1,10.<sup>7</sup> Dette forblev niveauet for resten af dagen. Herved kan dagen overordnet set opdeles i to faser:<sup>8</sup>

- Kl. 9:30-10:00: Forhøjet ensidet handelsvolumen (køb af CHF), forhøjet bid-ask spænd, forringet dybde og nedad-

3. *Sø- og Handelsrettens dom af 15/9-2017 i flere næsten identiske sager (H-70-15, H-26-15, H-26-16 og H-28-16), dom af 27/11-2018 (sag BS-4237-2018-SHR), dom af 14/1-2020 (sag BS-1404/2016-SHR) og dom af 24/2-2020 (sag BS-4220/2018-SHR).*
4. *Swiss National Bank sets minimum exchange rate at CHF 1.20 per euro. Communications from Swiss National Bank, 6/9-2011.*
5. *Vi tager i det følgende udgangspunkt i data fra det ordredrevne marked EBS, der viste sig langt mere robust og retvisende for det generelle marked end OTC-markederne.*
6. *Data i grafen i Figur 1 er gennemsnittet af bid- og ask-kurser og ikke faktisk handlede kurser. Den meget lave kurs på 0,8052 kan derfor ikke umiddelbart identificeres i grafen.*
7. *Når vi i det følgende taler om ligevægtskursen eller den nye ligevægtskurs, mener vi kursniveauet i intervallet 1,05-1,10.*
8. *Hagströmer og Menkveld (2019) undersøger udbredelsen af information i de centrale markeder og bruger de fragmenterede valutamarkeder og begivenhederne 15/1-2015 som eksempel. I deres appendiks A beskriver de bl.a. spørgsmålet om, hvornår markederne var mest påvirkede, og hvornår markederne havde etableret det nye ligevægtsniveau. Yderligere dokumentation i form af figurer med forklaringer kan rekvireres hos forfatterne.*

1. *I hele teksten er alle tidspunkter GMT, og kursen er altid kursen i EUR/CHF-krydset.*
2. *Henholdsvis dom af 22/12-2016 i sag H-43-15 og ankedom af 30/5-2018 i sag BS-9952/2017-OLR, 10. afd.*

gående pres på EUR. Usikkerhed om, hvor langt markedet skulle ned.<sup>9</sup>

- Kl. 10:00-16:00: Stabilisering af kurser, handelsvolumen, bid-ask spænd og balanceret købs- og salgsinteresse. Markedet fandt sit nye niveau.

At det ikke tog markedet mere end cirka 30 minutter at finde en ny ligevægt skyldes naturligvis, at SNB-annonceringen var præcis og informativ. Et stort og effektivt marked som EBS finder hurtigt et nyt ligevægtsniveau, når den første usikkerhed er borte.

## Sagen

I perioden fra 27/10-2014 til 6/1-2015 åbnede kunden (K), der var et anpartsselskab, 6 positioner i Saxo Bank i EUR/CHF-krydset for i alt EUR 1.743.000.<sup>10</sup> Positionerne blev åbnet på gennemsnitskursen 1,2023 med stop-loss aftaler på gennemsnitligt 1,198.

Den 15/1-2015, kl. 9:30:48, modtog K en bekræftelse fra Saxo Bank på lukning af alle positioner i EUR/CHF-krydset på kurser mellem 1,19727 og 1,19729. Det skete i medfør af parternes stop-loss aftale. Disse kurser er på 4. decimal identiske med den seneste EBS-kurs på tidspunktet.

Kl. 10:53 udsendte Saxo Bank en meddelelse til K og de andre berørte kunder:

*Due to today's exceptional market movement in CHF crosses, we have been filling client orders and positions in an extremely illiquid market. Once we are better able to establish true market liquidity, all executed fills will be revisited, and will be revised and amended to more accurate levels. This may result in a worse execution rate than the originally filled level.<sup>11</sup>*

Der gik herefter næsten 12 timer, før Saxo Bank vendte tilbage til kunderne med en meddelelse om, at morgens kurser retroaktivt var blevet ændret. Kunderne fik deres afregningskurser ændret til enten 0,88 eller 0,9625. K fik alle kurser ændret til 0,9625. Indeståendet på K's konto gik herved fra DKK 1,61 mio. til DKK -1,57 mio. K anlagde herefter sag ved Sø- og Handelsretten med påstand om, at Saxo Bank skulle betale DKK 1,61 mio. svarende til K's kontante indestående i banken forud for ændringen. Banken påstod frifindelse, samt at K skulle betale Saxo Bank DKK 1,57 mio.<sup>12</sup>

Hovedspørgsmålet for Sø- og Handelsretten var:

*[...] hvorvidt der i forløbet umiddelbart herefter forelå sådanne særlige markedsforhold, at Saxo Bank i henhold til aftalegrundlaget var berettiget til at foretage korrektion af afregningsprisen over for kunden for handler i krydset EUR/CHF.<sup>13</sup>*

9. Hagströmer og Menkveld (2019) vurderer, at tidsrummet, hvor markedet var mærkbart påvirket, var ca. 1 time. En nærmere inspektion af data viser dog, at det værste pres var ovre efter ca. 30 minutter. Det er derfor – uden større konsekvenser – antagelsen i det følgende.

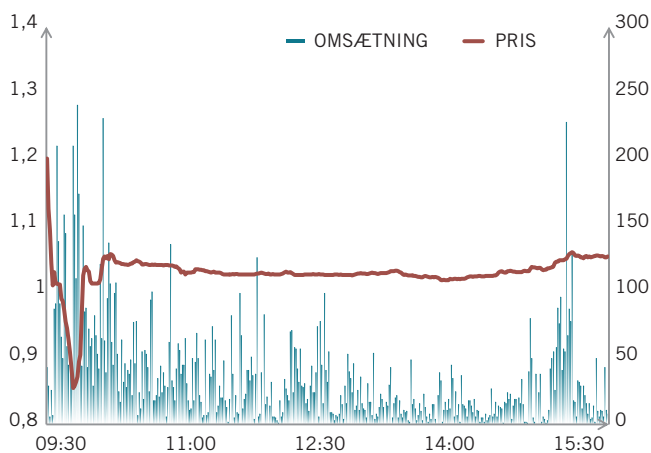
10. Disse og flere andre oplysninger om K er fra Sø- og Handelsrettens dom af 22/12-2016 i sag H-43-15.

11. Sø- og Handelsrettens dom af 22/12-2016 i sag H-43-15.

12. Der ses her bort fra procesrente.

13. Sø- og Handelsrettens dom af 22/12-2016 i sag H-43-15.

**FIGUR 1: EBS-kurser og omsætning i EUR/CHF-krydset 15/1-2015**



**Note:** Kursen er gennemsnittet af bedste bid- og ask registreret over intervaller af 1 minuts varighed.

## Saxo Banks forretningsbetingelser

Udgangspunktet for domstolens afgørelser var aftalegrundlaget, der i hovedsagen bestod af Saxo Banks daværende almindelige forretningsbetingelser.<sup>14</sup> Saxo Banks almindelige forretningsbetingelser beskrev to situationer, hvor en allerede gennemført transaktion senere kunne ændres.

Den første situation var, når der ved en teknisk fejl var anvendt en forkert kurs. Blandt markedsdeltagere er det kendt som en 'fat finger', hvor der bliver trykket forkert på knapperne. I den situation kunne Saxo Bank annullere transaktionen eller korrigere afregningskursen. Saxo Banks almindelige forretningsbetingelser, punkt 6.12, angav følgende:

*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 være 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;*

*Saxo Bank over for Kunden kan dokumentere ville være åbenbart ukorrekt på tidspunktet for transaktionen; eller 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 til den historiske markedspris.*

Den anden situation, hvor Saxo Bank retroaktivt kunne ændre, var ved særlige markedsforhold. Vi kan uden videre antage, at der mentes perioder præget af dårlig eller manglende likviditet, som det eksempelvis var tilfældet i de første minutter efter annonceringen den 15/1-2015. Ifølge punkt 16.5 i de almindelige forretningsbetingelser – blandt andet på betingelse af, at Saxo

14. Alle referencer til Saxo Banks forretningsbetingelser er til versionen fra 1/8-2014, der var de gældende den 15/1-2015.

Bank havde disponeret i god tro – kunne Saxo Bank vælge at annullere transaktionen. Bestemmelsen gav ikke mulighed for at ændre kursen:

*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.*

Endvidere kunne Saxo Bank ifølge forretningsbetingelserne beslutte, at der forelå en ekstraordinær markedsituation, der berettigede til forøgelse af marginkrav, reduktion af positioner m.v. Det fulgte af punkt 31.4:

*Desuden er Saxo Bank berettiget til, ifølge sin egen rimeligt begrundede opfattelse, at beslutte, at der foreligger en nødsituation eller ekstraordinær markedsituation. Sådanne situationer omfatter, men er ikke begrænset til, suspension eller lukning af ethvert marked eller ethvert ophør af eller mislykket udførelse af enhver begivenhed, som Saxo Bank baserer sin kvotering på, eller forekomst af en usædvanlig stor bevægelse i niveauet for en Marginhandel og/eller et underliggende marked eller Saxo Banks rimeligt begrundede forventning om en sådan bevægelse. I sådanne tilfælde er Saxo Bank berettiget til at forøge sine marginkrav, reducere Kundens eksponering, lukke en eller flere af Kundens åbne Marginhandler og/eller suspendere handlen.*

Som det fremgår, var det alene punkt 6.12 i de almindelige forretningsbetingelser, som gav mulighed for en retroaktiv ændring af kursen.

### Sø- og Handelsrettens dom

For domstolen var spørgsmålet dybest set, hvorvidt Saxo Bank i henhold til aftalegrundlaget var berettiget til at ændre kursen over for K.

#### Parternes synspunkter

K's centrale anbringende var, at Saxo Bank ikke havde ret til at bringe punkt 6.12 i de almindelige forretningsbetingelser i anvendelse, idet kurserne klokken 9.30:48 ikke var fejlagtige som følge af menneskelige eller systemiske fejl. For så vidt angår punkt 16.5 var det K's synspunkt, at der ikke forelå en sådan mangel på likviditet kl. 9:30:48, at punkt 16.5 kunne anvendes. K forklarede også, at det måtte være bankens egen risiko, at den manglende likviditet i OTC-markedet påvirkede Saxo Banks risikostyring.<sup>15</sup> Denne risiko ved forretningsmodellen var vel-

kendt. Endvidere gjorde K gældende, at selvom forudsætningerne i punkt 16.5 var opfyldt, gav denne ikke ret til at ændre kursen retroaktivt men kun til at annullere transaktionen. Endelig gjorde K blandt andet gældende, at punkt 31.4 ikke fandt anvendelse, idet bestemmelsen alene regulerede Saxo Banks adgang til disponering i forhold til åbne men ikke til allerede lukkede positioner. K fremlagde også dokumentation for markedsituationen, der var sammenlignelig med dokumentationen fra EBS og tegnede dermed et andet billede end bankens.

Saxo Banks anbringender var i hovedsagen, at der den 15/1-2015 forelå sådanne ekstraordinære markedsforhold, at kurserne i almindelighed og kl. 9:30:48 i særdeleshed ikke var reelle markedskurser, men indikative kurser, som banken senere erfarede, at det ikke var muligt at handle på. Banken gjorde endvidere gældende, at der var tale om en punkt 6.12-situation, og at punkt 6.12 og punkt 16.15 i den konkrete sag kunne anvendes samtidig.

#### Kunden tabte i Sø- og Handelsretten

Sø- og Handelsrettens dom faldt ud til Saxo Banks fordel. Banken blev frifundet for den af K nedlagte påstand, mens K skulle betale DKK 1,57 mio. til Saxo Bank.

Sø- og Handelsretten fandt således, at det samlede aftalegrundlag gav mulighed for at ændre kurserne retroaktivt:

*Efter bevisførelsen er det de sagkyndige dommers vurdering, at der ikke var likviditet på markedet for valutakrydset EUR/CHF den 15. januar 2015 kl. 10.30.48 (CET). Det var derfor i praksis ikke muligt at eksekvere handler til de kurser, der fremgik af meddelelserne fra Saxo Bank til kunden.<sup>16</sup>*

Retten fandt herefter:

*at der [...] forelå sådanne særlige markedsforhold, at betingelserne for, at Saxo Bank har kunnet bringe pkt. 16.5 [...] i anvendelse [...]. Når denne bestemmelse, der henviser til, at Saxo Bank kan være nødsaget til at disponere på baggrund af oplysninger [...], der efterfølgende viser sig at være fejlagtige, sammenholdes med pkt. 6.12 om fejl i transaktionspriser, finder retten, at Saxo Bank har haft aftalemæssig hjemmel til at korrigere den først meddelte afregningskurs. Denne forståelse af Saxo Banks aftalebaserede muligheder for at kursregulere som sket understøttes af de beføjelser, som det samlede aftalegrundlag i det hele tillægger Saxo Bank, jf. blandt andet pkt. 31.4.*

Retten tog også stilling til – og tiltrådte – Saxo Banks metode til beregning af de endelige afregningskurser og dermed også selve kursen:

*Retten kan efter det fremkomne tiltræde, at der skete afregning til kunden med den kurs, der er angivet i Saxo Banks meddelelse til kunderne den 15. januar 2015 ca. kl. 22.00 (CET), det vil sige baseret på et vægtet gennemsnit af de faktisk gennemførte handler via EBS.*

#### Kommentar til Sø- og Handelsrettens dom

Af dommen fra Sø- og Handelsretten fremgår det ikke tydeligt, hvilken type aftale (instrument) positionerne knytter sig til.

15. Nærværende afsnit er en parafrase over parternes synspunkter som gengivet i Sø- og Handelsrettens dom af 22/12-2016 i sag H-43-15.

16. Citaterne i nærværende afsnit hidrører fra Sø- og Handelsrettens dom af 22/12-2016 i sag H-43-15.

Dette er vigtigt at fastslå, før man kan forholde sig kvalificeret til aftalens vilkår. Fastlæggelsen heraf kunne for os at se have ændret sagens udfald.<sup>17</sup>

For os tyder alt på, at der var tale om differencekontrakter, og det lægges til grund i det følgende. Det fremgår af den måde, som produktet er beskrevet på i dommen, af relateret retspraksis og af vores overvejelser nedenfor.<sup>18</sup> Vi kan også se, at Saxo Bank i dag markedsfører differencekontrakter – og herunder produkter skrevet på valuta – med den pligtige risikoadvarsel for differencekontrakter.<sup>19</sup> Det letter dog ikke læsningen af dommen, når der eksempelvis i dens overskrift står »korrektion af afregningspriser for valutahandler« (dog måske underforstået for Saxo Banks egne valutahandler), at der i domshovedet står, at K har »købt seks valutakryds«, og at andre begreber som »salg« og »ordrer« løbende anvendes. Ligeledes er der en modstrid i beskrivelsen af Saxo Banks faktiske rolle som OTC market maker og Saxo Banks egen opfattelse af sin rolle som en – for os at se – noget uklart defineret formidler af K's ordrer.

Vi kan henvise til en Saxo Bank-medarbejders forklaring i Sø- og Handelsretten:

*Saxo Bank er "market maker" i forhold til kunden og går herved imellem kunden og likviditetsudbyderen. Saxo Bank er altid kundens modpart i handlen.*<sup>20</sup>

På samme tid forklares i dommen om Saxo Banks ordredførelsespolitik:

*Ved gennemførelsen af ordrer vil Saxo Bank træffe alle de foranstaltninger, som indenfor rimelighedens grænser kan forventes for at opnå de bedst mulige resultater for kunden [...]*

*Når Saxo Bank gennemfører ordrer for detailkunder, bestemmes Best Execution [...].*<sup>21</sup>

Lignende passager kan findes i andre domme og i dokumenter offentliggjort af Saxo Bank. Både bankens almindelige forretningsbetingelser og dens ordredførelsespolitik er generiske og gælder for en bred klasse af instrumenter, men banken fremhæver selv disse punkter over for Sø- og Handelsretten. Vi kan derfor uden videre lægge til grund, at Saxo Bank har den opfattelse,

17. Jørgensen og Tanggaard (2021, s. 122)

18. I den relaterede Højesteretsdom, trykt i U 2020.3232 H, om værneming angives s. 3254, at »de havde handlet med valutakryds EUR/CHF i differencehandler«.

19. Risikoadvarslens fremgår af Finanstilsynets afgørelse af 1. august 2019 om at begrænse markedsføring, distribution eller salg af differencekontrakter i eller fra Danmark i overensstemmelse med artikel 42 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014. På Saxo Banks hjemmeside kan man se teksten i forbindelse med markedsføring af CFD-produkter: »CFD'er er komplekse instrumenter og er forbundet med en høj risiko for at miste penge hurtigt på grund af gearing. 75 % af alle detailinvestorer mister penge, når de handler CFD'er via denne udbyder. Du bør overveje, om du har forstået, hvordan CFD'er, valutaprodukter og vores øvrige produkter fungerer, og om du har råd til at løbe risikoen for at miste dine penge.«.

20. Claus Nielsens forklaring i Sø- og Handelsretten, citeret fra Sø- og Handelsrettens dom af 22/12-2016 i sag H-43-15.

21. Saxo Banks ordredførelsespolitik punkterne 3.1 og 3.3, citeret fra Sø- og Handelsrettens dom af 22/12-2016 i sag H-43-15.

at de også finder anvendelse i den konkrete sag, og dermed at banken opfatter sig selv som en formidler af kunders ordrer men uden at give en bare nogenlunde konsistent forklaring. Derved opstår uklarheder om aftalens vilkår og domstolens forståelse.

### Hvad er en differencekontrakt?

En differencekontrakt kaldes på engelsk en Contract For Difference (CFD) og udbydes af virksomheder med tilladelse fra et finanstilsyn. Tekstboks 1 giver yderligere baggrundsinformation om differencekontrakter i almindelighed og særlige omstændigheder omkring differencekontrakter skrevet på valuta.

Der kræves ikke en banklicens for at udbyde differencekontrakter, men Saxo Bank udbyder disse kontrakter som en bank, der kan modtage indskud fra kunder. Modellen er, at Saxo Bank og en kunde indgår en aftale om at regulere et indskud på kundens bankkonto i overensstemmelse med en underliggende finansiell pris eller kurs – i denne sag en valutakurs. Den finansielle pris kan være markedskursen på et andet finansielt instrument, eksempelvis en aktie, en vekselkurs mellem to valutaer, en råvare eller et indeks. Der kan være aftalt en gearingsfaktor, således at indskuddet på marginkontoen skaleres som ved sæd-

### TEKSTBOKS 1: Baggrundsinformation om differencekontrakter

#### Forretningsmodellen for differencekontrakter

En differencekontrakt er et OTC-derivat. Kunderne foretager intet køb eller salg af det underliggende finansielle instrument med banken eller nogen anden modpart - hverken spot eller på kontrakt. Kunden tager korte eller lange positioner, banken tager de modsatte positioner, og der sker ingen handel i det underliggende instrument for kundens regning. Kurser stilles med et spænd på samme måde som en bookmaker stiller forskellige odds på vinder og taber i en fodboldkamp. Med balanceret efterspørgsel efter spil vinder bookmakeren – og her banken – i det lange løb og uanset udfaldet i den enkelte transaktion. Banken stiller selv kurserne, eksempelvis ved at der indhentes markedspriser fra forskellige modparter, og banken tillægger et mark-up, som typisk er symmetrisk, og det er de kurser, som banken er villig til at indgå aftalen med kunden på. Størrelsen på gevinst og tab bestemmes dermed af kundernes positioner og de af banken stillede priser. Kurserne kan være mere eller mindre konforme med kurserne i markedet i det underliggende instrument. Hvis kunden ikke samlet spiller balanceret, har banken en risiko, som tages på egen bog eller risikodækkes på anden måde; eksempelvis ved afdækning på de internationale valutamarkeder. Når der i domme og forretningsbetingelser tales om kurser, skal disse retteligt forstås som bankens priser og kurser stillet over for kunden og ikke valutakurser i markedet. Når der tilsvarende i domme og forretningsbetingelser tales om *handler*, er der tale om kundens handler med banken som OTC-modpart og ikke om handler i valutamarkedet.

#### Valuta er ikke et finansielt instrument – en differencekontrakt er

Valuta er ikke et finansielt instrument. Valuta er et betalingsmiddel, hvilket betyder, at handel med valuta ikke er underlagt – eksempelvis – de investorbeskyttelsesregler, der gælder for handel med værdipapirer og andre finansielle instrumenter. Til gengæld er differencekontrakter finansielle instrumenter underlagt regler hidrørende fra MiFID II, dvs. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter af 15/5-2014. Det gælder også, når en differencekontrakt er skrevet på valutakurser. Dette forhold spiller en vis rolle i og med, at spekuleringen vedrørte vekselkursen i valutakrydset EUR/CHF men blev gennemført ved brug af en differencekontrakt.

#### Bucket shops

I amerikansk tradition er bankens differencekontrakter en version af den klassiske 'bucket shop'-model, hvor kunder handler på finansielle væd demål fremfor at handle finansielle instrumenter og betalingsmidler i de egentlige markeder, jf. eksempelvis Hochfelder (2006) og Stout (1999).

vanlig gearing af spekulationsforretninger. Differencekontrakten muliggør også, at der kan åbnes både korte og lange positioner. Endelig kan der være aftalt en stop-loss kurs, og Saxo Bank kan have adgang til at kræve marginindbetalinger eller diskretionært at lukke kundens position.

### Aftalegrundlaget

Punkterne 6.12, 16.5 og 31.4 i de almindelige forretningsbetingelser fremstår som generiske vilkår, der er møntet på handel med instrumenter, der ikke nødvendigvis er differencekontrakter. Retten lægger dog uden nærmere behandling heraf til grund, at vilkårene finder anvendelse.

Banken havde det grundlæggende problem, at punkt 16.5 nok beskriver markedsforholdene men ikke giver mulighed for at ændre kursen retroaktivt; det er som nævnt alene punkt 6.12, som giver mulighed herfor. Punkt 16.5 giver kun mulighed for at annullere transaktionen som følge af:

*[...] særlige markedsforhold, f.eks., men ikke begrænset til, manglende likviditet [...].*

Dette problem løser Sø- og Handelsretten ved at sammenholde punkt 16.5 med punkt 6.12, der under punktets forudsætninger muliggør en retroaktiv ændring af kursen. Dette underbygges med en henvisning til det »samlede aftalegrundlag«, hvor Sø- og Handelsretten også inddrager punkt 31.4.

Rettens begrundelse og resultat savner for os at se et bedre rationale. Aftalevilkårene – som det fremgår ovenfor – vedrører netop væsensforskellige forhold. De beskriver præcist, under hvilke forudsætninger der kan handles som angivet. Den manglende likviditet på markedet har ved differencekontrakter endelig ingen betydning for forholdet mellem Saxo Bank og kunden; kun for Saxo Banks eventuelle egen risikoafdækning. Der var netop ikke tale om valutahandel men en aftale om, at banken regulerer indskuddet på kundens bankkonto i overensstemmelse med valutakursen.

### Betragtninger om Saxo Banks situation

Saxo Bank var i en prekær situation. Der var i dagene efter – i medierne – formodninger om tab på store tre-cifrede millionbeløb.<sup>22</sup> Vi kan jo ikke vide, om det var sådanne overvejelser, der styrede Saxo Banks dispositioner i de hektiske timer. Imidlertid viste det sig senere, at Saxo Bank som følge af begivenhederne endte med et underskud for 2015 på DKK 645 mio.<sup>23</sup> Det er i det lys, at man kan forsøge sig med betragtninger om Saxo Banks situation og handlemåder.

### Hvorfor punkt 6.12 og ikke punkt 16.5?

Markedslikviditeten var indiskutabelt påvirket i minutterne efter annonceringen. Spørgsmålet er alene, hvordan og i hvilket omfang dette gav mulighed for at anvende forretningsbetingelserne til retroaktiv ændring af kurserne, som det blev argumenteret for af Saxo Bank og Sø- og Handelsretten.

Hvis der uden for diskussion er sket en tastefejl, er det i alles

22. Saxo Bank kan have tabt betydeligt trecifret millionbeløb på valutauro, *Finanswatch*, 19/1-2015.

23. Schweizerfranc slår stort hul i Saxo Bank-regnskab, *FinansWatch*, 21/4-2016.

## TEKSTBOKS 2: FX-markederne

FX-markederne var og er stærkt fragmenterede med det centrale ordrevne marked, EBS, i centrum og internationale banker, der opererer mere som OTC market makere i periferien. OTC-markederne var den 15/1-2015 derfor mere påvirket af markedsuro end EBS. Det gør det vanskeligt præcist at tale om markedsituationen. Vi baserer vores beskrivelse på EBS og data fra EBS og kan umiddelbart konstatere, at inddragelse af OTC market makere ikke spiller nogen vigtig rolle for den generelle forståelse af markedsituationen. For yderligere detaljer henvises til Hagströmer og Menkveld (2019).

interesse, at den bliver rettet. Der er ingen tvivl om, at enten en ændring af kursen eller annullering af transaktionen er virkemidlet i en sådan situation i medfør af forretningsbetingelsernes punkt 6.12.

Ved dårlig markedslikviditet giver punkt 16.5 mulighed for, at Saxo Bank kan annullere transaktionen men ikke ændre kursen. Saxo Bank kunne således have annulleret handlen. Spørgsmålet er derfor, hvorfor Saxo Bank ønskede at anvende muligheden i punkt 6.12 til at ændre kursen og ikke punkt 16.5, der alene giver mulighed for at annullere transaktionen.

### Hvorfor ikke blot annullere?

Kontrafaktuel kan man overveje: Hvad ville konsekvensen af en annullering af transaktionen have været for Saxo Bank? Det kan en udenforstående reelt ikke besvare fyldestgørende, men en hypotese er, at forklaringen skal findes i Saxo Banks forretnings- og risikostyringsmodel.

Ville Saxo Bank annullere transaktionen, skulle banken inden for en rimelig tidsramme meddele kunden, at transaktionen var annulleret samt hvorfor. Det var ikke det, som Saxo Bank gjorde. Det tog Saxo Bank næsten 12 timer at vende tilbage – ikke med en annullering og en forklaring – men med en ny kurs beregnet som en VWAP af Saxo Banks egne handler i markedet.<sup>24</sup>

Kursen stabiliserede sig hurtigt på niveauet 1,05-1,10, men Saxo Bank gennemførte – efter egne oplysninger – i de første hektiske minutter en række handler på EBS til kurser langt under det nye ligevægtsniveau.<sup>25</sup> Kurserne i disse handler bestemte den efterfølgende retroaktive ændring af kundernes afregningskurser. Disse handler kan vanskeligt forstås som andet end et led i Saxo Banks egen risikoafdækning. Banken havde reelt overtaget kundernes lange positioner, der så blev lukket på – for Saxo Bank – stærkt ufordelagtige kurser. Da markedet derfor efter ca. 30 minutter rettede sig, viste det sig som Saxo Banks tab på egen risikoafdækning. Banken kunne derefter ikke blot annullere kundernes handler uden selv at blive påført betydelig tab.

Man kan således få den tanke, at Saxo Banks valg af punkt 6.12 frem for punkt 16.5 var styret af hensynet til Saxo Banks egen kritiske situation, og at det var en fordel for Saxo Bank

24. Se Saxo Banks notat *Proof of incorrectness of original fill prices, and argumentation for price amendment in relation to the CHF event 15th of January 2015*. VWAP betyder volume weighted average price.

25. *Id.*

## TEKSTBOKS 3: Finanstilsynet om genberegning

## Finanstilsynet

Finanstilsynet modtog 38 klager på baggrund af hændelsen og gav den 7/7-2015 to påtaler til Saxo Bank omkring flere oplysningsforpligtelser. Finanstilsynets vurderinger var blandt andet,

*[...] 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 Saxo Banks interesser.*

og 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 Saxo Bank kan ændre i kursen, er opfyldt i den konkrete sag vil imidlertid være et spørgsmål, som må afklares [...] ved domstolene.*

at holde situationen flydende i mange timer for så retroaktivt at ændre kursen til ulempe for kunderne. Her kommer den grundlæggende interessekonflikt ved differencekontrakter netop frem. Kundens og Saxo Banks interne forhold er indrettet på den måde, at kundens gevinst er Saxo Banks tab. Her spiller det forhold, at Finanstilsynet vurderede, at de korrigerede afregningskurser bidrog til en ligebehandling af kunderne – dvs. at de fik den samme dårligere kurs – ingen rolle, jf. Tekstboks 3. Civilretligt er fokus ikke på forholdet mellem de enkelte kunder men på forholdet mellem Saxo Bank og den enkelte kunde.

Saxo Banks rolle som market maker er dermed vigtig for forståelsen af bankens handlemåde.<sup>26</sup> Banken er kundens modpart som OTC-prisstiller. Når Saxo Bank er modpart i en differencekontrakt, påtager Saxo Bank sig en risiko ved at stille priser over for kunden, hvoraf den ovenfor beskrevne interessekonflikt opstår. Bankens egen risikostyring burde her være uden betydning for kundernes situation. Alligevel giver bankens forklaring i retten indtryk af, at den alene er en formidler af likviditet til kunderne; altså en slags agent – men ikke principal – rolle i forhold til kunden. Denne (mis)forståelse ses også i Sø- og Handelsrettens begrundelse, hvor der argumenteres med, at der ikke var likviditet »på markedet for valutakrydset«. Havde Saxo Bank – alene – været formidler af likviditet uden om egen bog, ville situationen og Saxo Banks egen stilling have været en helt anden.

## Bankens egne handler i markedet

Saxo Bank fremlagde for Sø- og Handelsretten sit eget materiale om markedet på dagen. Materialet byggede på Saxo Banks transaktioner i markedet med egne likviditetsudbydere og understøttede det faktum, at markedet var volatilt i de første minutter efter kl. 9:30. Saxo Banks konklusioner var dog markant

26. *Begreber som market maker, prisstiller og likviditetsudbyder er her til en vis grade synonyme. De omhandler alle institutioner, der handler som principal og tager risiko på egen bog. Den eneste reelle mulighed for misforståelse opstår, når der tales om bankens prisstillelse over for egne kunder vis-a-vis bankens brug af egne likviditetsudbydere. Man kan blot nøjes med begrebet modpart.*

anderledes end de konklusioner, der kan uddrages fra handlen på EBS, jf. ovenstående. Saxo Bank hævdede, at likviditeten var markant påvirket hele dagen, hvilket forklarede Saxo Banks vanskeligheder med at handle for egen regning.

Der er ingen modsætning her. Saxo Banks modpart var investeringsbanker i det internationale valutamarked. EBS er et sædvanligt ordredrevet marked – som det kendes fra aktiemarkederne – og ikke en del af OTC-markedet, og det er velkendt, at disse OTC-markeder er langt mindre robuste i krisesituationer end de ordredrevne markeder som EBS. OTC-markederne lukker simpelthen tidligere, og de åbner igen senere. Det er dokumenteret, at det var præcist, hvad der skete den 15/1-2015: OTC-markederne brød sammen. EBS stabiliserede sig hurtigt.<sup>27</sup> Se tekstboks 2 om de internationale valutamarkeder.

Vi kan derfor opsummere interessekonflikten. Havde Saxo Bank været formidler til kunder af likviditet på de internationale markeder, havde det været kundens valg og egen risiko. Det var Saxo Bank imidlertid ikke. Valget af risikostyrings- og forretningsmodel påførte Saxo Bank et tab, som efterfølgende blev overført til kunderne som et tab, som de hverken på forhånd eller efterfølgende kunne forstå.

## Østre Landsrets dom

Parternes påstande og anbringender i Østre Landsret var de samme som i Sø- og Handelsretten med undtagelse af et enkelt anbringende om de særlige markedsf forhold, som K ikke ønskede at fastholde.<sup>28</sup> Begge parter supplerede med indlæg, herunder om principal-agent forholdet mellem Saxo Bank og K. Saxo Bank gjorde nærmere gældende, at dets IT-system var indrettet på den måde, at nedlukning i forhold til enkelte kunders positioner skete automatisk på baggrund af de prisoplysninger, som Saxo Bank modtog fra sine likviditetsudbydere, og at der opstod kø i det elektroniske system. Ingen af de supplerende forklaringer forekommer at bibringe særligt nyt.

## Kunden vandt i Østre Landsret

Østre Landsret lagde til grund, at der 15/1-2015 var tale om en ekstraordinær markedssituation, og at Saxo Bank efter parternes aftalegrundlag var modparten. Retten fandt, at der ikke forelå en fejl, som gav Saxo Bank adgang til at korrigere handelsprisen efter punkt 6.12 i de almindelige forretningsbetingelser, og at der ikke var grundlag for at anse positionerne for annulleret efter punkt 16.5. Ej heller gav punkt 31.4 Saxo Bank adgang til at ændre på den meddelte handelskurs. Banken havde herved ikke haft beføjelse til at korrigere kursen. At der var tale om en automatiseret proces i Saxo Bank, og at der opstod kø i det elektroniske system, kunne ikke føre til en ændret vurdering. Rettens dom faldt derfor ud til fordel for K.

## Kommentar til Østre Landsrets dom

Dommen er i overensstemmelse med det faktum, at der er tale om en differencekontrakt, hvor Saxo Bank både er prisstiller og K's modpart. Der er således tale om et OTC-produkt baseret på Saxo Banks egen prisstillelse over for K; der er med andre ord

27. Hagströmer og Menkveld (2019).

28. Afsnittet refererer til ankedom af 30/5-2018 i sag BS-9952/2017-OLR, 10. afk.

ikke tale om køb og salg af valuta på markedet. Der er ganske vist tale om en ekstraordinær markedssituation, men Saxo Bank anvender ikke punkt 16.5 i de almindelige forretningsbetingelser til at annullere handlen. Ej heller er der sket en tastefejl, som gør det muligt retroaktivt at ændre prisen efter punkt 6.12.

## Højesterets dom

Parterne gentog i det væsentlige deres anbringender for Højesteret. Ingen af de supplerende forklaringer, som begge parter afgav ifølge domsteksten, synes at være vigtige.

### Kunden tabte i Højesteret

Et flertal bestående af 4 dommere mod 1 fandt, at betingelserne i punkt 6.12 i de almindelige forretningsbetingelser faktisk var opfyldt.

*Vi finder på denne baggrund, at de transaktionskurser, [...], var [...] åbenbart ukorrekte. Saxo Bank har derfor efter pkt. 6.12 [...] været berettiget til at foretage [...] korrektion af afregningskurserne.<sup>29</sup>*

Til grund herfor lagde flertallet vægt på:

*at Saxo Banks system var sat op til automatisk at eksekvere kundehandler på baggrund af indikative priser fra likviditetsudbydere og i samme forbindelse give kunderne meddelelse om handlerne.*

og:

*[...] at der opstod [...] en ekstraordinær markedssituation*

hvorfor det:

*kun i meget begrænset omfang [var] muligt at gennemføre salgsordrer på valutakrydset.*

Det kunne:

*ikke føre til en anden vurdering, at valutakrydset EUR/CHF i begrænset omfang blev handlet til en kurs tæt på den fastsatte »stop-loss«-kurs på EBS, der er en af verdens største handelsplatforme for valutamarkedet, men som ikke var blandt de 13-14 internationale banker, som Saxo Bank hidtil havde benyttet som likviditetsudbydere.*

Flertallet fandt i den forbindelse:

*at der ikke er grundlag for at tilsidesætte den fremgangsmåde med gennemsnitspriser, som Saxo Bank har anvendt ved fastsættelsen af den endelige afregningskurs [...], som uforenelig med pkt. 6.12.*

Et mindretal på 1 dommer tog udgangspunkt i spørgsmålet om principal-agent forholdet.

*Efter indholdet [...], tiltræder jeg landsrettens opfattelse, hvorefter Saxo Bank ifølge aftalegrundlaget var kundens modpart ved salg af kundens valutapositioner.*

Spørgsmålet var herefter om Saxo Bank havde:

*mulighed for at fravige udgangspunktet om, at kurstab i pe-*

*rioden fra Saxo Banks køb til det efterfølgende afdæknings salg i markedet er kunden uvedkommende.*

Af de af landsretten anførte grunde var mindretallet enig i:

*at hverken forretningsbetingelsernes pkt. 16.5 eller pkt. 31.4 gav Saxo Bank adgang til at korrigere handelskursen for de køb, som fandt sted den 15. januar 2015 kl. 10.30.48.*

Mindretallet afviste, at Saxo Bank kunne ændre prisen i medfør af punkt 6.12 i de almindelige forretningsbetingelser eller efter aftalelovens almindelige regler:

*At den af EBS anførte markedskurs på 1,1980 må anses for det mest præcise udtryk for den faktiske markedskurs på det relevante transaktionstidspunkt – den 15. januar kl. 10.30.48. Da denne kurs er på linje med de overdragelseskurser, som [K] faktisk opnåede ifølge handelsbekræftelserne fra Saxo Bank, finder jeg, at Saxo Bank ikke har godtgjort, at den aftalte pris var åbenbart ukorrekt, og at Saxo Bank derfor ikke har adgang til priskorrektion i medfør af forretningsbetingelsernes punkt 6.12. Af samme grund har Saxo Bank heller ikke adgang til priskorrektion efter aftalelovens almindelige regler.*

Højesterets dom faldt efter flertallet ud til fordel for Saxo Bank.

### Kommentar til Højesterets dom

Resultatet overrasker, idet flertallet i Højesteret ikke overbevisende begrunder, hvorfor der skulle være sket en tastefejl, som gør, at punkt 6.12 i de almindelige forretningsbetingelser finder anvendelse, således at afregningskursen kan ændres. Tværtimod synes det at blive lagt til grund, at Saxo Bank skulle gennemføre salgsordrer for sine kunder.

Højesteret accepterer ligesom Finanstilsynet, jf. Tekstboks 3, Saxo Banks metode til genberegning af afregningskurser. Højesteret forholder sig imidlertid ikke til, om den herved fremkomne kurs er markedskonform og dermed udtryk for en grundlæggende rimelig behandling af kunderne. Højesteret bygger sin egen vurdering af markedsforholdene på oplysninger fra den amerikanske bank, FXCM, der var i en tilsvarende krisesituation.<sup>30</sup> FXCM anvender en anden forretnings- og risikostyringsmodel end Saxo Bank, idet FXCM's model bygger på en agent-relation med kunderne.<sup>31</sup> Det er derfor tankevækkende, at FXCM faktisk lukkede sine kunders positioner på omtrent niveauet for den nye ligevægtskurs, en kurs der var langt bedre for kunderne end de kurser, som kunder i Saxo Bank fik. En forskel som Højesteret ikke hæfter sig ved.

Endelig – men ikke mindst – overrasker det os, at Højesteret ikke forholder sig til de helt grundlæggende aftaleforhold (misforholdet mellem forudsætningerne i punkterne 6.12 og 16.5). Saxo Banks forretningsmodel og det omhandlede finansielle instrument. For at kunne forholde sig kvalificeret til en aftales vilkår er det nødvendigt at vide, hvilken type aftale der er tale om.

30. Mere præcist, FXCM, Inc.

31. FXCM anvendte en såkaldt Straight Through Processing model. Det betyder blot, at kundens ordrer videresendes til markedet, men uden, at banken er modpart – altså en rent agent-baseret forretningsmodel.

29. Citaterne i nærværende afsnit er fra Højesterets dom trykt i U 2020.52 H.

Den forståelse af forretningsbetingelserne, som ses hos mindretallet i Højesteret, svarer til vores gennemgang ovenfor – til trods for at formuleringen »overdragelseskurser« kunne indikere en eller anden form for videresalg. Det samme gælder forståelsen af markedsforholdene lige efter annonceringen den 15/1-2015. Det finder vi afgørende vigtigt.

### Om domstolenes anvendelse af markedsterminologi

Det forekommer os, at der er uklarheder omkring Saxo Banks og domstolenes anvendelse af markedsterminologi. Som forklaret ovenfor fremstår forretningsbetingelserne som generiske. Det vil sige, at de ikke er specifikt anvendelige på differencekontrakter. Det er særligt uheldigt, når der henses til de væsentlige forskelle mellem snart sagt alle andre instrumenter og differencekontrakter. Desuden anvender alle andre end mindretallet i Højesteret begreber som »handler« i en sammenhæng, hvor man kunne få den tanke, at der er tale om K's handler med banken som formidler af handler i valutamarkedet for egen regning. Med anvendelse af korrekt terminologi kunne mange væsentlige uklarheder have været undgået.

### Konklusion

Det centrale i sagen er spørgsmålet om principal-agent forholdet mellem bank og kunde, og den rolle Saxo Bank spillede i prisstillelsen over for K. Når dette spørgsmål er afklaret, bliver resten af analysen meget simple.

For os tyder alt på, at der var tale om en differencekontrakt. Her er Saxo Bank K's modpart. K handler med andre ord et OTC-instrument, der er en differencekontrakt baseret på Saxo Banks egen prisstillelse over for K. Banken optræder altså ikke som formidler af K's ordrer på markedet. Forholdet ændres ikke af, at Saxo Bank i sine forretningsbetingelser henviser til mar-

kedsforholdene. Alligevel har både Sø- og Handelsrettens og flertallet i Højesterets argumentation lighed med de tilsvarende sager om valutalån i schweizerfranc, der ligeledes blev afgjort på grundlag af aftalefortolkning.<sup>32</sup> Omvendt finder såvel Østre Landsret som mindretallet i Højesteret, at Saxo Bank er K's modpart ved salget af positionerne.

### Efterskrift

Procesbevillingsnævnet har den 8/2-2022 givet tilladelse til, at tre sager helt svarende til den aktuelle sag kan indbringes for Højesteret. Disse blev først afgjort i Østre Landsret, hvor der blev taget udgangspunkt i Højesterets afgørelse. Derved får Højesteret reelt mulighed for at tage stilling til sin egen afgørelse i den her beskrevne sag. Højesterets behandling af de tre sager er berammet til den 6/6-2023.

### Litteratur

- Hagströmer, Björn og Albert J. Menkveld, 2019: Information Revelation in Decentralized Markets. *Journal of Finance*, 74, s. 2751-2781.
- Hochfelder, David, 2006: Where the Common People Could Speculate: The Ticker, Bucket Shops, and the Origins of Popular Participation in Financial Markets, 1880-1920. *The Journal of American History*, 93, s. 335-358.
- Jørgensen, Tanja og Carsten Tanggaard, 2021: Differencekontrakter. *Ugeskrift for Retsvæsen*, s. 113-123.
- Stout, Lynn A., 1999: Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives. *Duke Law Journal*, 48, s. 701-786. ■

32. Se f.eks. Vestre Landsrets dom trykt i U 2017.3105 V.

### Kommentar til artiklen fra Saxo Bank:

”Carsten Tanggaards synspunkter er ikke nye for banken, men er tværtimod behandlet grundigt ved flere retsinstanter, hvor Saxo Bank fik medhold, herunder i Højesteret. Banken imødeser Højesterets behandling af en tilsvarende sag med sindsro og finder ikke anledning til at kommentere yderligere på retspraksis inden Højesteret har taget stilling til denne lignende sag”.

