

**UDSKRIFT  
AF  
ØSTRE LANDSRETS DOMBOG**

---

DOM

Afsagt den 30. maj 2018 af Østre Landsrets 10. afdeling  
(landsdommerne Anne Thalbitzer, M. Stassen og Gitte Rubæk Pedersen).

10. afd. nr. B-281-17:

X ApS  
(advokat Morten Boe Jakobsen)

mod

Saxo Bank N S  
(advokat John Korsø Jensen)

Sø- og Handelsrettens dom af 22. december 2016 (H-43-15) er anket af X ApS med påstand om, at Saxo Bank A/S til X ApS skal betale 1.611.112,36 kr. med procesrente fra sagens anlæg den 13. april 2015. X ApS har endvidere påstået frifindelse over for Saxo Bank A/S' betalingspåstand.

Indstævnte, Saxo Bank A/S, har nedlagt påstand om stadfæstelse.

**Supplerende sagsfremstilling**

I en kundeformular, som A underskrev den 28. januar 2013, er det i afsnit 7 med overskriften "Risiko advarsel" blandt andet angivet:

"... Valutahandel gennemføres altid med Saxo Bank som modpart, idet Saxo Bank stiller priser baseret på de priser, som Saxo Bank kan opnå i markedet. Det betyder dog ikke nødvendigvis, at din gevinst eller tab modsvarer af tab eller gevinst til Saxo Bank, da Saxo Bank i høj grad søger at afdække risici med andre modparter."

I afsnit 8 om "Underskrift og samtykke" er blandt andet følgende bestemmelse:

**"Jeg/vi bekræfter med min/vores underskrift(er):**

...

- At have accepteret, at de Almindelige Forretningsbetingelser (herunder erklæring om risiko), Forretningsbetingelser for Værdipapirhandel, Forretningsbetingelser for Depotforvaltning, Forretningsbetingelser for Internationale Pengeoverførsler samt Handelsbetingelserne (Commissions, Charges & Margin Schedule) såvel som Ordreudførelsespolitik og Interesseskonfliktpolitik med senere ændringer og alle andre til enhver tid gældende relevante vilkår og betingelser til enhver tid gælder for hele mit/vores kunde-forhold med Saxo Bank;

..."

I Saxo Banks almindelige forretningsbetingelser, punkt 1, er begrebet "market maker" defineret på følgende måde:

"xxvi "Market Maker" betyder en professionel deltager i de finansielle markeder, der løbende stiller købs- og salgspriser for et finansielt instrument med det formål at ville henholdsvis købe eller sælge, såfremt der måtte være interesserede Kunder. Som Market Maker er Saxo Bank i forbindelse med en transaktion Kundens umiddelbare modpart;"

"Principal" er samme sted defineret som:

"xxxi "Principal" betyder den enkeltperson eller den juridiske enhed, der er part i en transaktion;"

I forretningsbetingelsernes punkt 5.4 er fastsat følgende:

"I forbindelse med enhver transaktion eller Kontrakt effektuerer Saxo Bank en sådan transaktion eller Kontrakt som Principal, medmindre det aftales specifikt, at Saxo Bank skal fungere som Agent for Kunden."

Følgende fremgår af punkt 1.4 i Saxo Banks ordreudførelsespolitik:

”1.4 I tilfælde hvor Saxo Bank afgiver en pris overfor kunden eller forhandler om betingelserne for en OTC (”Over-the-Counter”) transaktion med Saxo Bank som modpart, handler Saxo Bank normalt ikke på kundens vegne. I sådanne situationer vil Saxo Bank ikke være underlagt en forpligtelse om bedste udførelse i henhold til Reglerne, og denne politik vil derfor ikke finde anvendelse. ...”

I den af Saxo Bank udarbejdede redegørelse med overskriften ”Proof of incorrectness of original fill prices, and argumentation for price amendment in relation to the CHF event 15<sup>th</sup> of January 2015” findes følgende beskrivelse og tabelangivelser:

**”Using EBS as benchmark for real market rate and liquidity**

While FOREX is an OTC market with no exchange nor a formal recognized authority on market rates and liquidity, it is commonly reconized in the industry that EBS constitutes a benchmark.

EBS’s role as benchmark is also underpinned by the fact that this was the only “public” venue where most market participants could get their hedges done during the EURCHF incident.

Saxo also ended up hedging everything manually on EBS market as described earlier. Saxo also used those fill prices to amend client filled prices, which has been treated in this paper.

Several days after the CHF incident, Saxo obtained a minute by minute table of what was traded on EBS during the CHF event. However, this table was not precise enough to determine what happened in the first minute bucket.

It took Saxo a long time to negotiate with EBS in order to get more granular data on traded amounts and VWAP (Volume Weighted Average Prices) for those amounts, but we now have this information and it is shown on the table to the right.

Tabellen indsat nedenfor, hvori tiden er angivet i UTC tid]

**Data from EBS**

Minute	Second	Amount	VWAP
09:30	09:30:16	9,000,000	1.2009
09:30	09:30:17	13,000,000	1.2009
09:30	09:30:18	21,000,000	1.2010
09:30	09:30:19	3,000,000	1.2010
09:30	09:30:24	5,000,000	1.2010
09:30	09:30:25	4,000,000	1.2010
09:30	09:30:29	43,000,000	1.2009
09:30	09:30:32	1,000,000	1.2009
09:30	09:30:34	1,000,000	1.2009
09:30	09:30:39	5,000,000	1.2008
09:30	09:30:40	1,000,000	1.2007
09:30	09:30:41	9,000,000	1.2007
09:30	09:30:42	5,000,000	1.2006
09:30	09:30:43	3,000,000	1.2006
09:30	09:30:44	4,000,000	1.2007
09:30	09:30:45	31,000,000	1.2001
09:30	09:30:46	19,000,000	1.2001
09:30	Before	177,000,000	1.2006
09:30	09:30:47	11,000,000	1.1998

09:30	09:30:48	6.000,000	1.1980
09:30	09:30:49	3.000,000	1.1918
09:30	09:30:50	1.000,000	1.1951
09:30	09:30:51	3.000,000	1.1893
09:30	09:30:52	26.000,000	1.1856
09:30	09:30:54	2.000,000	1.1810
09:30	09:30:55	1.000,000	1.1785
09:30	09:30:56	2.000,000	1.1760
09:30	09:30:58	1.000,000	1.1710
09:30	09:30:59	1.000,000	1.1555
<b>09:30</b>	<b>During</b>	<b>97.000,000</b>	<b>1.1839</b>
09:31	During	91.000,000	1.1030
09:32	During	41.000,000	0.9358
09:33	During	73.000,000	1.0535
09:34	During	12.000,000	0.9760
09:35	During	163.000,000	1.0093
09:36	During	175.000,000	0.9812
09:37	During	224.000,000	1.0047
09:38	During	155.000,000	1.0104
09:39	During	188.000,000	1.0101
09:40	During	71.000,000	0.9997
09:41	During	55.000,000	0.9891
09:42	During	173.000,000	0.9752
09:43	During	161.000,000	0.9591
09:44	During	96.000,000	0.9462
09:45	During	81.000,000	0.9277
09:46	During	81.000,000	0.9084
09:47	During	58.000,000	0.8851
09:48	During	247.000,000	0.8662
09:49	During	192.000,000	0.8590
09:50	During	166.000,000	0.8642
09:51	During	308.000,000	0.8751
09:52	During	204.000,000	0.8937

## Forklaringer

Der er i landsretten afgivet supplerende forklaringer af A, Andreas Janholt og Henrik Juel Villberg.

A har supplerende forklaret blandt andet, at han havde et møde med Saxo Bank den 16. januar 2015. Efterfølgende blev han endvidere telefonisk kontaktet. Hverken på mødet eller ved den senere telefonsamtale fik han at vide, at hans handler var blevet annulleret.

Andreas Janholt har supplerende forklaret blandt andet, at hans forklaring under den sag, der blev afgjort ved Sø- og Handelsrettens dom af 15. september 2017, er rigtigt gengivet i dommen, men konteksten mangler. Saxo Banks modpart i den sag forsøgte af fjerne opmærksomheden fra det centrale spørgsmål i sagen, om prisen var forkert, ved at fokusere på, om Saxo Bank agerede som "market maker". Hans forklaring om anvendeligheden af pkt. 16.5 i Saxo Banks almindelige forretningsbetingelser skal ses i lyset heraf.

Henrik Juel Villberg har supplerende forklaret, at Saxo Bank i september 2014 - efter at man havde konstateret en øget interesse fra bankens kunder i opbygning af EUR/CHF valutapositioner - fordoblede marginkravet i relation til positioner i CHF. Det skete for at have en bedre risikodækning. Banken var således opmærksom på, at fastkurspolitikken

kunne ophøre, eller at fastkursmålet på EUR/CHF kunne sænkes til 1,1000. Man skrev til kunderne herom.

Af Saxo Banks oversigt over gennemførte og afviste handler med bankens likviditetsudbydere fremgår, at banken klokken 10:41 (CET) samlet havde forsøgt at sælge for 339 mio., men at man kun havde fået solgt godt 70 mio., således at afvisningsgraden var på 79,2 %. Da en række handler ventede i kø på afslutning af andre, har den reelle afvisningsgrad været højere.

Det vides ikke præcist, hvornår den schweiziske nationalbank gav meddelelsen om, at fastkurspolitikken var fjernet, men de første reaktioner ses i markedet kl. 10:30:47 (CET).

Han har udarbejdet redegørelsen ”Proof of incorrectness of original fill prices, and argumentation for price amendment in relation to the CHF event on January 2015”. Formålet med redegørelsen har været at gennemgå, hvad der skete, og at forklare bankens beslutninger som følge heraf. Man valgte fra Saxo Banks side at opdele forløbet efter meddelelsen i 3 faser for på den måde at behandle kunderne ligeligt, idet det var tilfældigt, i hvilken rækkefølge handleerne var sket, og da dette ikke skulle komme enkelte kunder til skade. I redegørelsen forklares fordelingen af de opnåede priser mellem kunderne. Finanstilsynet accepterede denne fordeling.

Man ved i banken ikke præcist, hvornår man henvendte sig til EBS, men en medarbejder har fortalt, at det skete straks, da man så afvisninger fra bankens sædvanlige likviditetsudbydere. EBS er en neutral markedsplads på linje med f.eks. Reuters FXALL platform. Mindste handelsstørrelse på EBS er 1 mio. euro for CHF's vedkommende.

De bekræftelse på de foretagne salg, som X modtog fra Saxo Bank, var en automatisk genereret besked. Det er ikke udtryk for en bevidst handling. Det er ikke muligt i bankens system at slette en handel. Internt markeres en handel som slettet med en opdatering af en ny handel.

### **Procedure**

Parterne har for landsretten gentaget deres anbringender. X har dog ikke gentaget anbringendet om, at der ikke forelå særlige markedsforhold.

X har nærmere gjort gældende, at Saxo Bank handlede med kunderne, når det gjaldt valutahandel. Banken agerede således som "principal", hvoraf følger, at en prisudvikling, efter at der er handlet med kunden, er kunden uvedkommende.

For så vidt angår spørgsmålet om anvendelsen af pkt. 6.12 i de almindelige forretningsbetingelser viser oplysningerne i sagen, at forskellen mellem den af Saxo Bank bekræftede handelskurs over for X og den gennemsnitlige markedskurs kl. 10.30.48 (CET) var 0.00071, og det kan allerede på den baggrund afvises, at handelskursen var åbenbart ukorrekt eller skulle have fremstået som ukorrekt for X. Hertil kommer, at den begrænsede forskel var i Saxo Banks favør, idet Saxo Bank købte valutakrydsene af X til en lavere kurs end markedskursen. Den påståede utilstrækkelige likviditet i markedet kan allerede derfor ikke danne grundlag for en ændring af den af Saxo Bank over for X bekræftede handelskurs med henvisning til forretningsbetingelsernes pkt. 6.12.

Sø- og Handelsrettens præmisser er uforenelige med ordlyden af pkt. 16.5 i de almindelige forretningsbetingelser, der udtrykkeligt angiver, hvilken beføjelse Saxo Bank har i situationer omfattet af bestemmelsen, og den er ikke at kunne ændre en handelskurs. Forretningsbetingelserne, hvor der udtrykkeligt sondres mellem at annullere en handel og at ændre en handelskurs, jf. betingelsernes pkt. 6.12, skal fortolkes efter deres ordlyd, og der er intet grundlag for at fravige en ordlydsfortolkning til fordel for Saxobank, som ensidigt har udarbejdet forretningsbetingelserne. Efter fast højesteretspraksis skal der være klar aftale-retlig hjemmel ved dispositioner i finansielle forhold, jf. bl.a. afgørelserne gengivet i U1987.48H, U1992.271H, U 2005.2815 H og U2016.1548H.

Hertil kommer, at en ændringsadgang under alle omstændigheder måtte have forudsat, at de påståede fejlagtige kursoplysninger havde medført en åbenbart ukorrekt handelskurs eller en handelskurs, som kunden vidste var ukorrekt. "Import" af ændringsadgangen hjemlet i forretningsbetingelsernes pkt. 6.12 må således nødvendigvis også omfatte begrænsningerne i pkt. 6.12.

Der har ikke været tale om, at Saxo Bank foretog en annulation af handlen med X. Man korrigerede blot handelsprisen. En annulation kræver efter forretningsbetingelsernes pkt. 16.5 en klar og hurtig besked, hvilket ikke blev givet. Hertil kommer, at man i givet fald skulle have brugt en anden kurs over for X.

Saxo Bank har nærmere gjort gældende, at dets IT-system er indrettet på den måde, at nedlukning i forhold til enkelte kunders positioner sker automatisk på baggrund af de prisoplysninger, som banken modtager fra sine likviditetsudbydere. De priser, som Saxo Bank modtog umiddelbart efter kl. 10.30 (CET), var som følge af den ekstraordinære markedssituation imidlertid ikke eksekverbare. Det var alene indikative priser. De nedlukningspriser, som Saxo Banks kunder i første omgang modtog, var derfor ikke udtryk for den reelle markedskurs. De foreliggende oplysninger viser med al tydelighed, at Saxo Bank ikke var i stand til at handle i det omfang, man ønskede.

Nedlukning af kundernes positioner i EUR/CHF fandt sted inden for en periode på ca. 10 minutter efter den schweiziske nationalbanks offentliggørelse og indtil kl. 11.00. Det var en konsekvens af forløbet, at de mange nedlukningsinstrukser i relation til de deraf omfattede kunder lå i kø i det elektroniske system, hvorfor det tog tid, før alle kundernes positioner var nedlukket. Dette havde Saxo Bank ingen indflydelse på, og omfanget af begivenheden udløst af meddelelsen fra den schweiziske nationalbank kunne ikke forudses.

De automatisk givne priser var åbenbart ukorrekte, og Saxo Bank har under henvisning til pkt. 6.12 i de almindelige forretningsbetingelser herefter været berettiget til at korrigere disse som sket. Det er ikke afgørende, hvilke beskeder der automatisk blev genereret, når det ikke kunne lade sig gøre at handle til de angivne kurser.

De konkrete handler, der vedrører Xs positioner, blev de facto annulleret, men som følge af Xs stop-loss aftale, blev der samtidig med annulleringen af den første handel foretaget en ny korrigeret handel på det relevante tidspunkt, hvilket forretningsbetingelsernes pkt. 16.5 giver hjemmel til.

For så vidt angår pkt. 31.4 i de almindelige forretningsbetingelser vedrører dette punkt ikke kun situationer, hvor en kunde har åbne positioner, og henset til den måde, hvorpå bankens system er opbygget, hvor den første meddelelse til kunden er en bekræftelse, udelukker det ikke anvendelsen af pkt. 31.4, at der er givet kunden en meddelelse.

#### **Landsrettens begrundelse og resultat**

Saxo Bank gav den 15. januar 2015 X meddelelse om, at der var sket salg af Xs EUR/CHF positioner kl. 10.30.48 (CET) med angivelse af, at fem af de i alt 6 positioner, X havde, var solgt til kurs 1,9729, medens en var solgt til kurs 1,9727.

Dette var i overensstemmelse med parternes aftale, idet X på alle positioner havde indlagt stop-ordrer på kurs 1,198.

Det kan lægges til grund, at der umiddelbart efter meddelelsen fra den schweiziske nationalbank den 15. januar 2015 om, at man ikke længere ville opretholde den hidtidige fast-kurspolitik i forhold til euroen opstod en ekstraordinær markedssituation. De foreliggende oplysninger fra handelsplatformen EBS om de gennemsnitlige handelspriser, benævnt VWAP (Volume Weighted Average Prices), viser blandt andet reaktionen i markedet. Af disse fremgår, at kursen indtil kl. 10.30.46 (CET) var over 1,2, hvorefter den gennemsnitlige kurs faldt, således at den kl. 10.30.47 var 1,998, kl. 10.30.48 var 1.980 og kl. 10.30.59 var 1.555.

Ud fra de foreliggende oplysninger kan det lægges til grund, at Saxo Bank A/S i meget vidt omfang ikke kunne få deres handelsanmodninger gennemført i minutterne efter kl. 10.30, men der blev gennemført handel, herunder kl. 10.30.47 og kl. 10.30.48, hvor Saxo Bank ifølge de foreliggende oplysninger hos bankens sædvanlige likviditetsudbydere fik gennemført henholdsvis 27,5 % og 24,6 % af den mængde, man prøvede at handle.

Spørgsmålet i sagen er, om Saxo Bank ud fra parternes aftalegrundlag i den foreliggende situation har været berettiget til at foretage korrektion af handelskursen ved salget af Xs positioner og dermed af afregningsprisen over for X.

Efter parternes aftalegrundlag var Saxo Bank modparten ved salget af Xs positioner.

Forretningsbetingelsernes pkt. 6.12 hjemler Saxo Bank adgang til at korrigere handelsprisen for en gennemført transaktion, men efter indholdet af bestemmelsen er det bl.a. en forudsætning herfor, at der har været tale om fejl i de af banken over for X opgivne transaktionspriser. På baggrund af de ovenfor angivne oplysninger finder landsretten, at der ikke er grundlag for fastslå, at det har været tilfældet.

Forretningsbetingelsernes pkt. 16.5 giver i visse situationer Saxo Bank adgang til at annullere en handel med kunden, men hjemler efter sit indhold ikke adgang til at korrigere handelskursen i forbindelse med en gennemført handel. De foreliggende oplysninger om, hvordan Saxo Bank både over for X og andre kunder håndterede den ekstraordinære



re markedssituation, der var opstået, giver ikke grundlag for at anse handlerne med Xs positioner for annulleret.

Efter indholdet af pkt. 31.4 i de almindelige forretningsbetingelser finder landsretten, at denne bestemmelse ikke gav Saxo Bank adgang til efter det gennemførte salg af Xs positioner at ændre på den meddelte handelskurs.

At meddelelsen til X om salget af de 6 positioner beroede på en automatiseret proces i banken kan ikke ændre vurderingen. På tilsvarende vis kan det forhold, at Saxo Bank som forklaret af Henrik Juel Villberg sendte flere kundehandler samlet til likviditetsudbydere, og at der opstod kø med hensyn til gennemførelsen heraf, heller ikke føre til en ændret vurdering.

Landsretten finder herefter, at Saxo Bank ikke har haft adgang til at korrigere handelskursen ved salget af Xs positioner og dermed afregningsprisen over for X Som følge heraf tages Xs påstande til følge.

Saxo Bank skal betale sagsomkostninger for begge retter til X med i alt 434.050 kr. Beløbet omfatter i alt 134.050 kr. til retsafgift for begge instanser og 300.000 kr. til udgifter til advokatbistand inkl. moms. Ved fastsættelsen af beløbet til dækning af udgifterne til advokatbistand er der ud over sagens værdi taget hensyn til sagens omfang.

#### T h i k e n d e s f o r r e t :

Saxo Bank A/S skal til X ApS betale 1.611.112,36 kr. med procesrente fra den 13. april 2015. Samtidig frifindes X ApS for Saxo Bank A/S' betalingspåstand.

I sagsomkostninger for begge retter skal Saxo Bank A/S betale 434.050 kr. til X ApS.

Det idømte skal betales inden 14 dage efter denne doms afsigelse.

Sagsomkostningerne forrentes efter rentelovens § 8 a.

- 10 -

(Sign.)

— — —  
Udskriftens rigtighed bekræftes. Østre Landsret, den 30-05-2018

**Hawa M. Dahir**  
kontorfuldmægtig

Publiceret til portalen d. 05-12-2018 kl. 12:08

Modtagere: Advokat Morten Boe Jakobsen, Advokat John Korsø Jensen

Publiceret til portalen d. 05-12-2018 kl. 12:26

Modtagere: Advokat Morten Boe Jakobsen, Advokat John Korsø Jensen

Publiceret til portalen d. 05-12-2018 kl. 12:27

Modtagere: Advokat Morten Boe Jakobsen, Advokat John Korsø Jensen