

PRAKSISOVERSIGT · PENGE OG FINANSVÆSEN

Praksisoversigt over investorbeskyttelse ved værdipapirhandel (MiFID II)

Finanstilsynets håndhævelse og Erhvervsankenævnets prøvelse af MiFID II-adfærdsreglerne

Version 3 · Opdateret 4. sep. 2026 · 30 afgørelser · 1998-2026

[Læs online](#)

INTRODUKTION

Investorbeskyttelsen ved værdipapirhandel hviler på en hjemmelskæde, hvor MiFID II (direktiv 2014/65/EU) er gennemført i danske adfærds- og tilsynsregler: erhvervsministeren udsteder med hjemmel i bl.a. [lov om finansiel virksomhed § 43, stk. 2](#) og [lov om fondsmæglerselskaber og investeringservice og -aktiviteter § 45, stk. 2](#) bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel (senest bekendtgørelse nr. 760 af 14. juni 2024). Reglerne håndhæves offentligt af Finanstilsynet med påtaler, påbud og – ved grove overtrædelser – inddragelse af tilladelsen, og prøves af Erhvervsankenævnet. Praksis viser et konsekvent mønster: markedsføringsmateriale skal i sig selv være afbalanceret, egnetheds- og hensigtsmæssighedsvurderingerne er reelle procesforpligtelser med dokumentationskrav, og sammenblanding af egne og kunders interesser er den overtrædelsestype, der udløser den hårdeste sanktion. Oversigten dækker ikke den civile erstatningssag mod den enkelte bank, som hører under [bank-raadgivning](#).

PRINCIPPER UDLEDT AF PRAKSIS

- 01** Investorbeskyttelsesreglerne er offentligtretlige adfærdsnormer, som Finanstilsynet håndhæver med påtale, påbud og i sidste ende inddragelse af tilladelsen – de er ikke i sig selv et civilretligt erstatningsgrundlag.
- 02** En påtale fra Finanstilsynet er en forvaltningsretlig afgørelse, der kan indbringes for Erhvervsankenævnet og realitetsprøves, fordi den er en målrettet del af tilsynsarbejdet og ikke blot almindelig vejledning.
- 03** Markedsføringsmateriale skal i sig selv give et afbalanceret billede af produktets egenskaber og risici; det er ikke tilstrækkeligt at henvise til et mere svært tilgængeligt prospekt.
- 04** Egnethedsvurderingen kræver oplysninger om kundens kendskab og erfaring, finansielle situation inklusive evne til at bære tab samt investeringsformål og risikovillighed – mangler oplysningerne, må der hverken rådgives eller ydes porteføljepleje.
- 05** Hensigtsmæssighedsvurderingen indeholder intet handelsforbud, men en udtrykkelig advarselspligt over for kunden, når produktet ikke er hensigtsmæssigt, eller når oplysningsgrundlaget er utilstrækkeligt.

- 06** For »fødte« professionelle kunder kan evnen til at bære tab forudsættes, mens værdipapirhandleren for opt-up-kunder fortsat skal indhente oplysninger om den finansielle situation.
- 07** Ved ordreduførelse for en detailkunde er det bedst mulige resultat som udgangspunkt det, der giver det mindst mulige samlede vederlag – pris plus alle direkte udførelsesomkostninger.
- 08** Aggregering af egne og kunders ordrer med efterfølgende allokering efter kendt kursudvikling er en grov overtrædelse, der kan begrunde inddragelse af tilladelsen, fordi mindre indgribende reaktioner ikke er tilstrækkelige.
- 09** MiFID II's dokumentationskrav er teknologineutrale: der er metodefrihed ved opbevaring af egnethedsvurderinger og omkostningsoplysninger, så længe tilsynsmyndigheden let kan tilgå dokumentationen.
- 10** Formidling rettet mod indgåelse af en porteføljeplejeaftale er ikke i sig selv tilladelsespligtig investeringsservice efter MiFID, uanset direktivets investorbeskyttelsesformål.
- 11** Sager om god skik og investorbeskyttelse efter lov om finansiell virksomhed § 43 er undtaget fra Finanstilsynets skærpede tavshedspligt, så aktindsigt skal vurderes efter offentlighedslovens almindelige regler.
- 12** Kunder, aktionærer og investorer er som udgangspunkt ikke parter i Finanstilsynets tilsynssager, og et dokument mister ikke sin fortrolighed ved en ulovlig lækage.
- 13** En påtale fra Finanstilsynet af mangelfuldt produktmateriale kan i den efterfølgende civile sag vende bevisbyrden, så pengeinstituttet skal godtgøre, at kunden fik fyldestgørende rådgivning.
- 14** Adgangen til at sidestille nye produkttyper med tilladte aktivklasser i puljeordninger administreres meget restriktivt, og et produkt uden på forhånd fastsat indløsningskurs anses som et afledt finansielt instrument.

Hjemmelskæden fra MiFID II til bekendtgørelsen om

§ 1 investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

De danske investorbeskyttelsesregler ved værdipapirhandel findes ikke i loven selv, men i en bekendtgørelse udstedt af erhvervsministeren. Den gældende bekendtgørelse nr. 760 af 14. juni 2024 om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel (accession B20240076005) er udstedt i medfør af fire selvstændige bemyndigelser, som fremgår ordret af bekendtgørelsens medfør-klausul:

Hjemmelslov	Bemyndigelse
Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter	§ 45, stk. 2-4 og § 270, stk. 1
Lov om finansiell virksomhed	§ 43, stk. 2 og stk. 5 samt § 373, stk. 4

Lov om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere og boligkreditformidlere	§ 7, stk. 2 og 3, og § 26, stk. 4
Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.	§ 18, stk. 3, og § 190, stk. 5

Grundnormen i [lov om finansiell virksomhed § 43, stk. 1](#) er, at finansielle virksomheder »skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis inden for virksomhedsområdet«, og [§ 43, stk. 2](#) bemyndiger ministeren til at fastsætte nærmere regler herom. Den parallelle bestemmelse for fondsmæglerselskaber er [§ 45](#), hvis stk. 6 udtrykkeligt fastslår, at handlinger i strid med regler fastsat i medfør af stk. 2 »pådrager erstatningsansvar i overensstemmelse med dansk rets almindelige regler«.

En selvstændig – og i praksis endnu uudnyttet – bemyndigelse findes i [lov om kapitalmarkeder § 105](#), hvorefter erhvervsministeren fastsætter regler om »generelle principper om investorbeskyttelse, oplysninger til kunder, egnetheds- og hensigtsmæssighedsvurderinger, pligt til at udføre ordrer på de for kunden mest gunstige betingelser og øvrige regler for behandling af kundeordrer, der gennemføres via en organiseret handelsfacilitet (OHF)«. Af de oprindelige lovforarbejder fremgår, at bestemmelsen gennemfører MiFID II artikel 20, stk. 8, og at formålet er at sikre OHF-operatørens neutralitet:

»Med henblik på fortsat at sikre operatørens neutralitet i forbindelse med gennemførelse af en transaktion og varetagelse af de kundeinteresser, der bringes sammen via OHF'en, bør operatøren, der driver OHF'en, være underlagt regler fastsat i medfør af § 43, stk. 2, i lov om finansiell virksomhed om egnetheds- og hensigtsmæssighedsvurderinger, pligt til at udføre ordrer på de for kunden mest gunstige betingelser og øvrige regler for behandling af kundeordrer over for de kunder, der anvender OHF'en på linje med systematiske internalisatorer og andre fondsmæglerselskaber.«

Bemyndigelsen blev udvidet til også at omfatte »generelle principper om investorbeskyttelse og oplysninger til kunder« ved **lov nr. 706 af 8. juni 2018**, hvor forarbejderne konstaterer, at bestemmelsen på det tidspunkt »endnu ikke [var] anvendt«. Det er stadig tilfældet: bekendtgørelse nr. 760 af 14. juni 2024 påberåber sig ikke § 105 i sin medfør-klausul. Rammen for OHF-ordrer er dermed etableret, men udmøntningen sker fortsat gennem fondsmæglerskabslovens og lov om finansiell virksomheds bemyndigelser.

Historisk går den danske investorbeskyttelsestanke tilbage til Børsudvalgets arbejde. Generalklausulen om god værdipapirhandelsskik blev i [betænkning nr. 1290/1995 om Børsreform II, s. 41](#) beskrevet som »værdipapirhandelsrettens generalklausul« og »et væsentligt element i den investorbeskyttelse, som ønskes opnået«, og som en »dynamisk målestok, der ændres og udvikles i takt med udviklingen på værdipapirmarkedet«. Et mindretal advarede allerede dengang mod en udhuling af investorbeskyttelsen og fremhævede investorernes behov for produktkendskab og for at kunne handle til de bedst opnåelige priser, jf. [betænkning nr. 1290/1995, bind 2, s. 38](#).

LOV

[Lov om finansiell virksomhed § 43, stk. 1, 2](#)
[Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 45, stk. 2](#)
[Lov om kapitalmarkeder § 105](#)

§ 2 Generalklausulen i § 3 og kundekategoriseringen i § 4 med bilag 1

Bekendtgørelsens materielle grundnorm er kort og kategorisk. Efter [§ 3](#) skal en værdipapirhandler »handle ærligt, redeligt og professionelt og i sine kunders bedste interesse«. Bestemmelsen er et supplement til [lov](#)

om [finansiel virksomhed § 43](#), og Finanstilsynets vejledning præciserer, at det indgår i forpligtelsen, at værdipapirhandleren som led i rådgivningen inddrager de skatteregler, der er relevante for kunden i forhold til de omfattede produkter, eller henviser kunden til anden rådgivning herom, jf. [vejledningens bemærkninger til generalklausulen](#).

Beskyttelsesniveauet afhænger af kundekategorien. [§ 4](#) og bilag 1 opererer med den treleddede MiFID II-inddeling i detailkunde, professionel kunde og godkendt modpart:

- **Opt-down:** en godkendt modpart kan anmode om at blive behandlet som professionel kunde eller detailkunde, generelt eller ad hoc, jf. [§ 4, stk. 1](#).
- **Oplysningspligt:** værdipapirhandleren skal oplyse en »født« professionel kunde om kategoriseringen og om muligheden for at aftale en højere grad af beskyttelse, jf. [§ 4, stk. 2](#) og [stk. 3](#). Initiativet påhviler kunden, og det er frivilligt for værdipapirhandleren at indgå aftalen.
- **Opt-up:** en detailkunde kan give afkald på detailkundebeskyttelsen efter en formaliseret procedure i [bilag 1](#) – skriftlig anmodning, skriftlig orientering om den beskyttelse og de investorgarantirettigheder, der mistes, og en særskilt skriftlig erklæring i et andet dokument end kontrakten om, at kunden kender følgerne.

For kommuner og regioner er kravene skærpet ved en udtrykkelig kobling til EU-retten: vurderingen skal ske efter artikel 55 og artikel 56, stk. 1, 1. pkt., i [Kommissionens delegerede forordning \(EU\) 2017/565](#), og afkaldet »anses således kun for gyldigt, hvis værdipapirhandleren har opnået en rimelig sikkerhed for, at kommunen eller regionen er i stand til at træffe sine egne investeringsbeslutninger og forstå de involverede risici«. Klassificeringen er ikke statisk: bliver værdipapirhandleren opmærksom på, at kunden ikke længere opfylder betingelserne, skal der træffes passende forholdsregler.

Kategoriseringen har direkte betydning for egnethedsvurderingens indhold. Vejledningen sonder skarpt mellem de to typer professionelle kunder:

»For så vidt angår de kunder, som er »fødte professionelle«, kan værdipapirhandleren i forbindelse med investeringsrådgivning lægge til grund, at denne type kunder er i stand til finansielt at bære eventuelle tab som følge af investeringen. For så vidt angår kunder, som er løftet op til at blive behandlet som professionelle kunder, skal værdipapirhandleren derimod indhente oplysninger om kundens finansielle situation og kan ikke lægge til grund, at disse typer kunder er i stand til finansielt at bære et eventuelt tab.«

Endelig kræver [§ 4, stk. 5](#), at der indgås og dokumenteres en kundeaftale med en beskrivelse af parternes rettigheder og pligter og af de omfattede finansielle ydelser. Erhvervsankenævnet har prøvet indholdet af sådanne handelsvilkår og fundet, at bestemmelser i et pengeinstituts handelsaftale kunne være i strid med kravet om redelig forretningsskik og god praksis, jf. kendelsen af 3. januar 2007 ([2005-0002558](#)).

LOV

[Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 3](#)
[Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 4, stk. 1-5](#)
[Lov om finansiel virksomhed § 43, stk. 1](#)

PRAKSIS

Erhvervsankenævnet · Erhvervsankenævnets kendelse om pengeinstituts handelsbetingelser og overholdelse af god skik

03.01.2007

Egnethedsvurderingen ved investeringsrådgivning og porteføljepleje

§ 3 – bekendtgørelsens § 9

Egnethedsvurderingen er kernen i den danske MiFID II-implementering. Efter § 9, stk. 1 skal værdipapirhandleren, når der ydes investeringsrådgivning eller porteføljepleje, indhente de nødvendige oplysninger om kundens

1. kendskab til og erfaring på det relevante investeringsområde,
2. finansielle situation, **herunder kundens evne til at bære tab**, og
3. investeringsformål, **herunder kundens risikovillighed**.

På det grundlag skal værdipapirhandleren efter § 9, stk. 2 anbefale de finansielle instrumenter, »der egner sig for kunden, og som er i overensstemmelse med vedkommendes risikovillighed og evne til at bære et tab«.

To særlige analysepligter blev tilføjet med MiFID II:

- **Switch-analysen** i § 9, stk. 3: ved skift af finansielle instrumenter for detailkunder skal omkostningerne og fordelene ved skiftet analyseres, og kunden skal ved investeringsrådgivning oplyses om, hvorvidt fordelene overstiger omkostningerne. Professionelle kunder kan skriftligt anmode om samme oplysning, og anmodningerne skal registreres.
- **Krydssalgsanalysen** i § 9, stk. 4: munder rådgivningen ud i en anbefaling om krydssalg, skal den **samlede pakke** være egnet for kunden.

Vurderingen skal dokumenteres. Ved investeringsrådgivning til en detailkunde skal der efter § 10 udarbejdes en egnethedserklæring på et varigt medium **inden** transaktionen, med angivelse af rådgivningstypen og af, hvordan rådgivningen stemmer overens med kundens præferencer, mål og øvrige karakteristika. Ved fjernkommunikation kan erklæringen undtagelsesvis afgives umiddelbart efter, at kunden er bundet, hvis kunden har indvilliget heri og er blevet tilbudt at udskyde transaktionen. Ved porteføljepleje og ved periodisk egnethedsvurdering skal den periodiske rapport efter § 16 indeholde en ajourført egnethedserklæring.

Finanstilsynets vejledning – som knytter sig til den tidligere bekendtgørelse, hvor egnethedstesten stod i § 16 – fastholder en proportional, men indholdsmæssigt reel test. Omfanget af oplysninger afhænger af produktets kompleksitet, beløbets størrelse og kundekategorien, og vurderingen kan begrænses til den del af formuen, kunden ønsker rådgivning om. Vejledningen understreger samtidig, at egnethed skal vurderes på porteføljeniveau og over tid:

»En række transaktioner, der hver især er egnede, når de betragtes isoleret, kan være uegnede, hvis anbefalingen eller beslutningen om at handle gives eller træffes med en hyppighed, der ikke er i kundens bedste interesse. En transaktion kan også være uegnet, hvis den resulterer i en uhensigtsmæssigt sammensat portefølje.«

Se [vejledningens bemærkninger om egnethedstesten](#). Får værdipapirhandleren ikke de fornødne oplysninger, må der hverken rådgives eller udøves porteføljepleje – men der kan anbefales et alternativt, mindre komplekst produkt, hvis oplysningsgrundlaget rækker til det.

EU-Domstolen har afklaret dokumentationskravets form i **C-95/20** (Varchev Finans), hvor den bulgarske tilsynsmyndighed havde bødelagt et investeringselskab for ikke at føre særskilte registre over egnethedsvurderinger og omkostningsoplysninger. Domstolen fastslog i **C-95/20**, at forordningen bygger på teknologisk neutralitet:

»Det følger heraf, at den nævnte delegerede forordning bygger på en vis »teknologisk neutralitet« således, at den overlader valget af opbevaringsmetoden for dokumentation til investeringsselskaberne på betingelse af, at den valgte metode opfylder alle de krav, der er fastsat i artikel 72, stk. 1, i delegeret forordning 2017/565.«

Der er altså metodefrihed – men ikke frihed fra dokumentationspligten som sådan.

LOV

[Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 9, stk. 1-4](#)[Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 10](#)[Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 16](#)PRAKSIS **EU-Domstolen** · Investeringsselskabers dokumentationspligt: Frihed i metodevalg under MiFID II-reglerne

28.10.2021

Hensigtsmæssighedsvurderingen, kend-din-kunde-princippet og

§ 4 »execution only«

Uden for investeringsrådgivning og porteføljepleje gælder en lempeligere, men reel test. Efter [§ 12, stk. 1](#) skal værdipapirhandleren, når den udfører eller formidler ordrer for en detailkunde, indhente oplysninger om kundens kendskab til og erfaring med den relevante produkttype og vurdere, om produktet eller ydelsen er **hensigtsmæssig** for kunden. Ved krydssalg vurderes den samlede pakke, jf. [§ 12, stk. 2](#).

Det centrale er, at bestemmelsen ikke indeholder et handelsforbud, men en **advarselspligt**:

- Er produktet ikke hensigtsmæssigt, skal kunden gøres udtrykkeligt opmærksom herpå, jf. [§ 12, stk. 3](#).
- Giver kunden utilstrækkelige oplysninger, skal kunden udtrykkeligt oplyses om, at værdipapirhandleren derfor ikke kan afgøre hensigtsmæssigheden, jf. [§ 12, stk. 4](#).
- Advarslerne kan gives standardiseret, jf. [§ 12, stk. 5](#).

Finanstilsynets vejledning bekræfter dette udtrykkeligt: »Hvis kunden alligevel ønsker at gennemføre transaktioner i det pågældende produkt eller ønsker den efterspurgte tjenesteydelse, kan værdipapirhandleren gennemføre kundens ordre. Bestemmelsen indeholder således ikke et handelsforbud.« Se [vejledningens bemærkninger om hensigtsmæssighedstesten](#).

Undtagelsen »execution only« i [§ 13](#) fritager helt for hensigtsmæssighedsvurderingen, men kun når fire kumulative betingelser er opfyldt: tjenesteydelsen vedrører de i bestemmelsen opregnede ikke-komplekse instrumenter, den ydes på kundens initiativ, kunden er underrettet om, at der ikke foretages hensigtsmæssighedsvurdering og derfor ikke nydes godt af beskyttelsen efter [§ 12](#), og værdipapirhandleren opfylder interessekonfliktforpligtelserne i [lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 95, stk. 2, nr. 2](#).

Hensigtsmæssighedsvurderingen er i de senere år et af Finanstilsynets mest aktive tilsynsområder. Ved [funktionsinspektionen i Ringkjøbing Landbobank](#) konstaterede tilsynet i juli 2026 »alvorlige mangler i bankens vurdering af, om komplekse investeringsprodukter er hensigtsmæssige for kunderne«, og udstedte påbud herom.

At vurderingen har praktisk gennemslagskraft, illustreres af nævnspraksis om gearede produkter. I [139/2018](#) havde en kunde i 2011 gennemført en egnethedstest og var blevet godkendt til at handle gearede produkter; fuldmægtigen – kundens far – havde derimod aldrig gennemgået nogen test, men handlede med kundens log-in. Nævnet lagde til grund, at handlerne var foretaget af kunden selv eller med hendes samtykke, og fandt ikke

grundlag for at pålægge banken at begrænse adgangen til at handle 17 gange gearede bullcertifikater. Testen binder altså kunden, ikke kun instituttet.

LOV

[Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 12, stk. 1-5](#)[Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 13](#)[Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 95, stk. 2](#)

PRAKSIS

Det finansielle ankenævn · Krav om erstatning for tab på 177.829 kr. ved handel med 17 gange gearede bullcertifikater via fuldmægtig

30.04.2019

§ 5 Information, prisoplysning og rapportering – §§ 6 og 15

Informationskravene udgør investorbeskyttelsens forreste led. Efter [§ 6, stk. 2](#) skal værdipapirhandleren i god tid inden investeringsrådgivning oplyse kunden om tre forhold, der er afgørende for rådgivningens uafhængighed og rækkevidde:

1. om rådgivningen ydes på et uafhængigt grundlag,
2. om rådgivningen bygger på en generel eller en mere begrænset analyse af produkttyper, herunder om udvalget er begrænset til instrumenter fra enheder med nære forbindelser til værdipapirhandleren, og
3. om egnetheden vil blive vurderet periodisk.

Efter [§ 6, stk. 3](#) skal der gives relevant vejledning og advarsler om risici ved de konkrete instrumenter og strategier, og det skal oplyses, om instrumentet er målrettet detailkunder eller professionelle kunder. Oplysningerne skal efter [stk. 4](#) gives på en forståelig måde, der sætter kunden i stand til at forstå ydelsens og instrumentets art og risici.

Kravet om uafhængig rådgivning er samtidig lovfæstet i [lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 47](#), hvorefter betegnelsen kun må bruges, hvis der rådgives om et bredt udsnit af markedets instrumenter, som ikke er begrænset til instrumenter udstedt af selskabet selv eller af nært forbundne enheder.

Spørgsmålet om incitamenter og tredjepartsbetalinger – MiFID II's såkaldte inducement-regler – er behandlet i Finanstilsynets vejledning, der på den ene side fastslår, at »provisionsordninger [ikke er] generelt i strid med bestemmelsen«, når de øger kvaliteten af tjenesten, fx ved at give kunden adgang til en bredere vifte af investeringsservices, og på den anden side kræver, at vilkårene om præmiering oplyses til kunden, om nødvendigt som procentsats eller procentinterval og på anmodning i uddybet form, jf. [vejledningens bemærkninger om præmiering](#).

Efterfølgende gennemsigtighed sikres af [§ 15](#), hvorefter værdipapirhandleren skal rapportere til kunden om de udførte ydelser med periodiske meddelelser tilpasset instrumenternes type og ydelsens kompleksitet og – hvor det er relevant – informere kunden om omkostninger ved de gennemførte transaktioner og tjenesteydelser. Professionelle kunder er kun omfattet, hvis de skriftligt har anmodet herom, og anmodningerne skal registreres.

Oplysningspligt om omkostninger er også et aktuelt tilsynstema på fondssiden. Ved temainspektioner i november 2025 udstedte Finanstilsynet i april 2026 påbud til bl.a. [Investeringsforeningen BankInvest](#), [Investeringsforeningen Danske Invest Index](#) og [Investeringsforeningen IA Invest](#) om bestyrelsernes opfølgning på afkast og omkostninger og om fastlæggelse af klare vurderingskriterier.



LOV

Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 6, stk. 2-4

Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 15

Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 47

§ 6 Påtalen som prøvelig afgørelse – Erhvervsankenævnets kompetence

En forudsætning for, at Erhvervsankenævnet overhovedet kan udgøre kontrolinstans på investorbeskyttelsesområdet, er, at Finanstilsynets mildeste reaktion – påtalen – anses for en afgørelse. Det spørgsmål blev afklaret i kendelsen af 3. juni 2010 ([2009-0019732](#)), hvor Finanstilsynet havde påtalt en investeringsforenings salgsbrochure og offentliggjort påtalen. Tilsynet gjorde gældende, at påtalen ikke var en forvaltningsretlig afgørelse, fordi den ikke skabte nye rettigheder eller pligter, men blot konstaterede en historisk lovovertrædelse. Nævnet afviste synspunktet:

»Den foreliggende påtale fra Finanstilsynet er ikke afgivet som led i en almindelig vejledningspligt, men for at få K til at agere på en bestemt måde, som Finanstilsynet finder er i overensstemmelse med gældende ret. Påtalen indgår dermed som en målrettet del af hele det tilsynsarbejde, som fremgår efter § 116, jf. § 18 i lov om investeringsforeninger...«

Nævnet lagde vægt på, at klageren havde en væsentlig saglig interesse i at få prøvet grundlaget for påtalen, og besluttede at realitetsbehandle både påtalens materielle indhold og offentliggørelsen.

Samme resultat nåede nævnet i CDO-sagen af 16. februar 2011 ([2010-0021890](#)), hvor påtalen blev realitetsbehandlet i overensstemmelse med [lov om finansiel virksomhed § 372](#).

Proceslinjen har dog grænser. I kendelsen af 10. december 2016 ([2016-13026](#)) fastslog nævnet, at det ikke har kompetence til at behandle klager over selve sagsbehandlingen – sagsbehandlingstid, mangelfulde begrundelser for udsættelser eller spørgsmål om opsættende virkning – som i stedet hører under ressortministeriet eller Folketingets Ombudsmand. Og i kendelsen af 22. marts 1994 ([22-03](#)) blev det slået fast, at nævnet ikke kan prøve, om Finanstilsynet burde have udnyttet en bemyndigelse til at fastsætte generelle regler.

Når Finanstilsynets afgørelser om god skik prøves ved de almindelige domstole, tillægges søgsmålet ikke uden videre opsættende virkning. I Østre Landsrets kendelse af 28. juni 2022 ([BS-10730/2022-OLR](#)) om et påbud udstedt med hjemmel i [lov om finansiel virksomhed § 43](#) afviste landsretten anmodningen om opsættende virkning, fordi »hensynet til effektiv forbrugerbeskyttelse og Danmarks opfyldelse af EU-retlige forpligtelser klart vejede tungere end bankens økonomiske interesser«.

LOV

Lov om finansiel virksomhed § 43, stk. 1

Lov om finansiel virksomhed § 372

PRAKSIS

Landsretten · Kendelse om opsættende virkning af søgsmål vedrørende Finanstilsynets påbud om kreditværdighedsvurdering	28.06.2022
Erhvervsankenævnet · Delvis afvisning og stadfæstelse af afslag på aktindsigt i sag om bidragssatser hos Finanstilsynet	10.12.2016
Erhvervsankenævnet · Finansiel virksomhed fik påtale for vildledende markedsføring af strukturerede obligationer med CDO-sikkerhed	16.02.2011
Erhvervsankenævnet · Afgørelse om klageadgang ved Finanstilsynets påtale af investeringsforenings markedsføring	03.06.2010

Grove overtrædelser: sammenblanding af egne og kunders forretninger og inddragelse af tilladelsen

Den strengeste sanktion på området er inddragelse af tilladelsen efter [lov om finansiel virksomhed § 224, stk. 1, nr. 1](#). Den ledende afgørelse er Erhvervsankenævnets kendelse af 2. oktober 2013 ([2012-0033274](#)), hvor et fondsmæglerselskabs tilladelse blev inddraget efter en samlet vurdering af tre overtrædelsestyper:

Forhold	Konstatering	Retsgrundlag
Uautoriseret egenhandel	Ca. 2.100 handler for egen regning maj 2011 – oktober 2012 uden tilladelse hertil; gearede intradagshandler på en kreditramme på 3 mio. kr.	FIL § 9 og § 157
Sammenblanding på bundthandelsdepot	Aggregerede ordrer uden straksallokering; fordelingen mellem kunder og egenbeholdning skete ofte efter børstid, når dagens kursudvikling var kendt	Dagældende §§ 27 og 29 i bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel
Mangelfuld intern kontrol	Direktionen kontrollerede ikke investeringsdirektørens dispositioner; virksomheden blev drevet fra investeringsdirektørens private bopæl	Bekendtgørelse om ledelse og styring af pengeinstitutter m.fl.

Det skærpende var ikke overtrædelsernes antal, men deres retning: Finanstilsynet konstaterede konkrete eksempler, hvor **profitable handler blev allokeret til selskabets egenbeholdning, mens handler med kursfald blev allokeret til kunderne**, og selskabet kunne ikke dokumentere, at allokeringen var fastlagt før ordredulførelsen.

Selskabet påberåbte sig proportionalitetshensyn og henviste til en sag mod en sparekasse, hvor lignende forhold kun havde ført til påtale. Nævnet afviste sammenligningen, fordi overtrædelserne her var systematiske og indebar en bevidst sammenblanding af interesser til selskabets fordel, og konkluderede, at »mindre indgribende foranstaltninger (såsom påbud eller påtale) ikke var tilstrækkelige«, navnlig fordi selskabet slet ikke opfyldte kapitalkravet for egenhandel.

Den praktiske konsekvens for de skadelidte er begrænset. I den parallelle kendelse af 30. september 2013 ([2013-0034166](#)) søgte to minoritetsaktionærer med et samlet tab på ca. 5,3 mio. kr. aktindsigt for at vurdere et muligt ledelsesansvar. Nævnet fastslog, at hovedreglen i [FIL § 355, stk. 1](#) er, at kun den finansielle virksomhed er part, og at undtagelsen for kapitalejere i [§ 355, stk. 2, nr. 9](#) kun gælder, hvis afgørelsen vedrører dem personligt. Materialet var omfattet af den skærpede tavshedspligt i [FIL § 354](#).

Tilladelsespligten er i sig selv et investorbeskyttelsesinstrument. I kendelsen af 5. november 2012 ([2012-0031859](#)) stadfæstede nævnet, at formidling af aktier i solcelleprojekter krævede tilladelse som værdipapirhandler efter [FIL § 9, stk. 1](#) – uden tilladelse gælder investorbeskyttelsesreglerne ikke, og investorerne står uden den beskyttelse, regelsættet forudsætter.

LOV

[Lov om finansiel virksomhed § 9, stk. 1](#)[Lov om finansiel virksomhed § 224, stk. 1](#)[Lov om finansiel virksomhed § 355, stk. 1, 2](#)

PRAKSIS

Erhvervsankenævnet · Stadfæstelse af inddragelse af fondsmæglerselskabs tilladelse grundet omfattende uautoriseret egenhandel og sammenblanding af kundeaktiver

02.10.2013

Erhvervsankenævnet · Sag om aktindsigt for minoritetsaktionærer i sag om inddragelse af fondsmæglersekskabs tilladelse	30.09.2013
Erhvervsankenævnet · Krav om tilladelse som værdipapirhandler ved formidling af aktier i solcelleprojekter	05.11.2012

Markedsføringsmateriale og risikooplysning: fakta-ark, brochurer og salgsbreve

Den mest udviklede danske praksis på investorbeskyttelsesområdet handler om, hvor meget risikoinformation der skal fremgå af det materiale, kunden faktisk læser.

Hovedafgørelsen er CDO-sagen, Erhvervsankenævnets kendelse af 16. februar 2011 ([2010-0021890](#)). Et pengeinstitut havde udbudt strukturerede obligationer, hvor fakta-arkene angav, at hovedstolen ville blive indløst til minimum kurs 100, sikret ved en pantsat AAA-ratet CDO-obligation. Virksomheden forsvarede sig med, at fakta-arkene blot var resuméer, og at det egentlige markedsføringsmateriale var det godkendte prospekt. Finanstilsynet afviste:

»Man kan således ikke give en overfladisk beskrivelse med fokus på optionselementet i et fakta-ark, mens de negative aspekter ved produktet kun beskrives udførligt og dækkende i det mere svært tilgængelige prospekt.«

Nævnet stadfæstede påtalen efter [lov om finansiel virksomhed § 43, stk. 1](#) og lagde vægt på, at fakta-arkene i sig selv burde have givet et afbalanceret billede, når de gav indtryk af en nærmest risikofri investering ved brug af udtryk som »minimum kurs 100« og »AAA-ratet sikkerhed«. Ratingen dækkede alene kreditrisikoen, ikke markedspriserisikoen eller kompleksiteten i den underliggende globale låneportefølje.

Samme norm gælder, når instituttet markedsfører sine egne kapitalinstrumenter. I kendelsen af 20. februar 2015 ([2014-0038307](#)) havde en andelskasse under overskriften »Andelskassen vokser!« opfordret andelshaverne til at købe mere andelskapital med udsigt til over 8 % i forrentning – en uge efter at have modtaget en risikooplysning fra Finanstilsynet om en udlånsvækst på 46,2 %, begrænset kapitaloverdækning og en skrøbelig organisation. Nævnet stadfæstede påtalen efter [bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder § 3](#) og [§ 4](#):

»Andelskassens markedsføring havde således et ensidigt fokus på fordelene ved at erhverve yderligere andelsbeviser og gav modtageren et mangelfuld billede af den risiko, der var forbundet med investeringen.«

En generel risikobemærkning reparerer altså ikke et brev, der i øvrigt er entydigt positivt og udelader kendte, konkrete risici.

Den tilsynsretlige kritik af produktmateriale får ofte civilretlig gennemslagskraft. Efter at Finanstilsynet havde påtalt salgsbrochuren for et gearret hedge-obligationsprodukt som ikke afbalanceret, fandt Det Finansielle Ankenævn i [479/2010](#), at det påhvilede banken at godtgøre, at kunden havde modtaget fyldestgørende rådgivning om produktets særlige risici og gearing – reelt en omvendt bevisbyrde. Banken kunne ikke løfte den, og investeringen på 421.668 kr. skulle tilbagekøbes til købskursen. Samme mønster ses i [568/2009](#), hvor et flertal på 3 mod 2 fandt banken ansvarlig for ikke at have oplyst tilstrækkeligt om gearingen.

Forbrugerombudsmanden har spillet en tilsvarende rolle på obligationssiden: i [Scandinotes-sagen fra marts 2011](#) bistod ombudsmanden en forbruger, hvilket førte til et forlig, hvor banken erkendte, at informationsmaterialet ikke var tilstrækkeligt oplysende om de særlige risici, og tilbagekøbte obligationerne

til nominal værdi. Ombudsmanden fastslog samtidig, at det afgørende for ansvarsvurderingen er materialets indhold **på købstidspunktet** – en senere korrektion af materialet er uden betydning.

LOV	Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder § 3	
	Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder § 4	Lov om finansiell virksomhed § 43, stk. 1
PRAKSIS	Det finansielle ankenævn · Erstatningsansvar for Jyske Bank ved rådgivning om komplekst hedge-obligationsprodukt	03.11.2011
	Det finansielle ankenævn · Erstatningsansvar for Jyske Bank ved mangelfuld rådgivning om hedgefonde	09.03.2010
	Erhvervsankenævnet · Andelskasses markedsføringsbrev til andelshavere var i strid med god skik grundet mangelfulde risikoplysninger	20.02.2015
	Erhvervsankenævnet · Finansiell virksomhed fik påtale for vildledende markedsføring af strukturerede obligationer med CDO-sikkerhed	16.02.2011
	Forbrugerombudsmanden · Forbrugerombudsmanden: Mangelfuld risikoinformation ved salg af Scandinotes obligationer fører til forlig	08.03.2011

Produktafgrænsning: hvilke instrumenter må sælges til hvilke kunder

Investorbeskyttelsen virker også som en produktfilterordning, hvor visse instrumenter enten er udelukket fra bestemte opsparingsformer eller kun må sælges under skærpede betingelser.

Den principielle danske afgørelse er Erhvervsankenævnets kendelse af 1. februar 2013 ([2012-0031919](#)) om bonus- og gearede certifikater i puljeordninger. Udstederen argumenterede bl.a. med, at certifikaterne efter bekendtgørelsen om risikomærkning af investeringsprodukter lå i **gul** kategori – samme kategori som erhvervsobligationer på regulerede markeder og aktier – mens hedgeforeninger, der er tilladt i puljer, ligger i **rød** kategori, og at MiFID-investorbeskyttelsen med hensigtsmæssigheds- og egnethedstest under alle omstændigheder beskyttede kunderne. Et flertal på 2 mod 1 stadfæstede alligevel Finanstilsynets afslag:

Der er for certifikaterne ikke på forhånd fastsat en indløsningskurs, og værdien afhænger fuldt ud af et underliggende aktiv. Herved adskiller værdipapirerne sig væsentligt fra traditionelle erhvervsobligationer og må anses som afledte finansielle instrumenter.

Flertallet understregede, at dispensationsadgangen skal administreres »meget restriktivt« i overensstemmelse med forarbejderne, hvorefter den alene skal bruges til at sidestille visse udenlandske værdipapirer med tilsvarende danske papirer og til at tillade nye finansielle instrumenter. Mindretallet ville have givet medhold, fordi certifikaterne var obligationer udstedt af en bank under tilsyn, og fordi afkastets kobling til underliggende aktiver ikke ændrer instrumentets karakter af erhvervsobligation. Afgørelsen viser, at risikomærkningens kategorisering ikke i sig selv er afgørende for adgangen til pensionsopsparring.

MiFID II har siden tilføjet et selvstændigt produktfilter i bekendtgørelsen. Efter [§ 11](#) må nedskrivningsrelevante passiver kun sælges til en detailkunde, hvis der er gennemført en egnethedstest efter [§ 9](#), egnetheden er godtgjort og dokumenteret. Er detailkundens portefølje af finansielle instrumenter på købstidspunktet 500.000 EUR eller derunder, gælder desuden to kvantitative grænser: den samlede investering i sådanne forpligtelser må ikke overstige 10 pct. af porteføljen, og det oprindeligt investerede beløb skal være mindst 10.000 EUR.

Også den centrale investorinformation er en del af filtret. [PRIIP-forordningen \(EU\) nr. 1286/2014](#) kræver et dokument med central information til detailinvestorer for sammensatte og forsikringsbaserede investeringsprodukter, og de nærmere krav til præsentation og indhold følger af [Kommissionens delegerede forordning \(EU\) 2017/653](#). Kvaliteten af sådanne dokumenter kan dog ikke prøves af Det Finansielle Ankenævn over for udstederen: i [377/2020](#) blev en klage over et faktablad for Bull & Bear-certifikater afvist, fordi forholdet mellem en udsteder og en investor på børsen ikke udgør et kundeforhold.

De ældre danske regler om identifikation ved værdipapirhandel viser samme mønster af ufravigelighed. I kendelsen af 3. marts 1998 ([97-124.927](#)) fandt nævnet, at der ikke var hjemmel til at dispensere fra legitimationskravet ved handel med præmieobligationer, heller ikke ved handel til nominelt 850 kr.

LOV

Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 9

Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 11, stk. 1-3

PRAKSIS

Erhvervsankenævnet · Certifikater uden hovedstolsgaranti kan ikke sidestilles med erhvervsobligationer i puljeordninger

01.02.2013

Erhvervsankenævnet · Finanstilsynet havde ikke hjemmel til at dispensere fra legitimationskravet ved handel med præmieobligationer

03.03.1998

§ 10 Best execution: ordredførelse på de for kunden mest gunstige betingelser

Ordredførelsespligten er reguleret i en selvstændig bekendtgørelse (B20170091705). Efter [§ 3, stk. 1](#) skal virksomheden træffe »alle tilstrækkelige foranstaltninger« for at opnå det efter omstændighederne bedst mulige resultat med hensyn til pris, omkostninger, hurtighed, gennemførelses- og afregningssandsynlighed, omfang og art.

For detailkunder er kriteriet konkretiseret i [§ 3, stk. 2](#):

»Udfører virksomheden en ordre på vegne af en detailkunde [...] er det bedst mulige resultat dét, som giver det mindst mulige samlede vederlag, med mindre formålet med udførelsen af ordren tilsiger, at de øvrige elementer nævnt i stk. 1 er af større relevans.«

Det samlede vederlag omfatter prisen for instrumentet **og** alle direkte udførelsesomkostninger – handelsstedsgebyrer, clearing- og afviklingsomkostninger, gebyrer til tredjemand samt virksomhedens egne provisioner. Ved valg mellem flere handelssystemer skal virksomhedens egne provisioner og omkostninger indregnes for hvert system, jf. [§ 3, stk. 3](#). Modtages en **specifik** ordre fra kunden, gælder kravene i stk. 1-3 ikke, jf. [§ 3, stk. 4](#).

Procesrammen består af fire elementer:

- en skriftlig **ordredførelsespolitik** med angivelse af handelssteder pr. instrumentkategori og de faktorer, der påvirker valget, jf. [§ 4](#),
- kundens **forudgående samtykke** til politikken og særskilt samtykke, hvis ordrer udføres uden om et reguleret marked, en MHF eller en OHF, jf. [§ 5](#),
- en **redegørelsespligt** på kundens anmodning, jf. [§ 6](#), og
- løbende **kontrol og revurdering** af, om handelsstederne giver det bedst mulige resultat, jf. [§ 7](#).

NB: § 3, stk. 2 er ændret ved ændringsbekendtgørelse af 5. september 2025 med ikrafttræden 29. september 2025, hvor henvisningen til detailkundedefinitionen blev rettet fra »stk. 9« til »nr. 9«. Ændringen er endnu ikke konsolideret ind i den offentliggjorte tekst, men er alene teknisk.

Best execution har dybe rødder i dansk forbrugerpraksis. Allerede i [betænkning nr. 1376/1999 om den finansielle sektor efter år 2000, s. 377](#) er Forbrugerombudsmandens opfattelse af god markedsføringsskik ved afregning af værdipapirhandler for private investorer gengivet: »Værdipapirhandler skal altid foretages efter princippet om »best execution«, og værdipapirhandleren har pligt til at rådgive investor om valg af afregningsform.

I praksis afgrænses forpligtelsen dog af, hvad der teknisk er muligt. I [432/2024](#) blev en limitordre på en CFD ikke eksekveret, selv om limitprisen fik »hit«, fordi bankens afdækningsordre på den underliggende futureskontrakt aldrig blev fyldt på den eksterne børs. Nævnet frifandt banken, da den ikke havde handlet ansvarspådragende.

EU-Domstolen har til gengæld i [C-346/25](#) (FIBO Markets) styrket forbrugerens position ved forsinket ordreudførelse. En cypriotisk mægler havde udført en tjekkisk forbrugers FOREX-ordre 16 sekunder for sent med et kurstab på ca. 8.928 USD til følge, og påberåbte sig en rammeaftaleklausul om ret til at afvise eller ændre udførelsesbetingelserne samt lovvalg til cypriotisk ret. Domstolen sondrede skarpt: de rettigheder og forpligtelser, der angår de **finansielle betingelser** for ordrens udførelse – navnlig fastsættelsen af forskellen mellem referencekurserne – udgør det finansielle instrument, mens klausuler om **ikke at udføre** ordren eller at udføre den på andre betingelser henhører under levering af en finansiell tjenesteydelse og dermed er omfattet af forbrugerbeskyttelsen. Domstolen støttede sig på bilag I til MiFID, der netop sonderer mellem investeringsservices (afsnit A) og finansielle instrumenter (afsnit C).

LOV

[Bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer § 3, stk. 1-4](#)

[Bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer § 4](#)

[Bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer § 5](#)

[Bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer § 7](#)

PRAKSIS **EU-Domstolen** · FIBO Markets mod J.P. (C-346/25): Rammeaftaleklausuler om ordreudførelse er ikke "rettigheder og forpligtelser, der udgør finansielle instrumenter" under Rom I-forordningens artikel 6, stk. 4, litra d) 18.06.2026

Det finansielle ankenævn · Klage over manglende eksekvering af limitordre på CFD hos Saxo Bank 21.03.2025

§ 11 Beskyttelse af kunders aktiver, interessekonflikter og aflønning

Investorbeskyttelsen omfatter ikke kun rådgivningssituationen, men også de organisatoriske forudsætninger for, at kundens midler og instrumenter er sikret. [Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 95, stk. 2](#) forpligter fondsmæglerselskabet til at

1. have passende regler og procedurer for ledelsens, de ansattes og de tilknyttede agents egne transaktioner,
2. have effektive procedurer til at hindre interessekonflikter, der kan skade kundernes interesser,
3. sikre kundernes ejendomsret til deres midler og instrumenter,
4. beskytte kundernes rettigheder og ikke uden udtrykkeligt samtykke disponere over deres midler og instrumenter, og
5. føre og opbevare fyldestgørende lister over alle udførte tjenesteydelser og transaktioner i mindst 5 år.

Samledepot kræver forudgående information om retsvirkningerne og kundens samtykke, og der skal føres et register, hvoraf de enkelte kunders ejerforhold klart fremgår, jf. § 95, stk. 3. Ved konkurs eller rekonstruktion kan kunden udtage sine instrumenter af samledepotet på grundlag af registret, hvis der ikke forinden er tvist om ejendomsretten, jf. § 95, stk. 4. Finanstilsynet kan fratage et selskab retten til at føre samledepot.

Aflønning er gjort til et selvstændigt investorbeskyttelsesinstrument. Efter § 108, stk. 1 må aflønning af de ansatte ikke være i strid med pligten til at handle i kundernes bedste interesse, og § 108, stk. 2 forbyder aflønningsordninger, salgsmål eller andre ordninger, der kan tilskynde ansatte til at anbefale et bestemt finansielt instrument til en detailkunde, når selskabet kunne tilbyde et andet instrument, som ville dække kundens behov bedre.

Kompetencekravene udgør det sidste led. Efter bekendtgørelse om kompetencekrav til ansatte, der yder investeringsrådgivning og formidler information om visse investeringsprodukter § 7, stk. 1 skal virksomheden sikre, at ansatte, der rådgiver om andre end de ikke-komplekse produkter opregnet i investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 14, stk. 1, nr. 1, litra a-f, har **bestået en prøve** hos en af Finanstilsynet godkendt prøveudbyder, **inden** rådgivningen påbegyndes. Prøven skal bestå på ny med tre års mellemrum, jf. § 7, stk. 2. Bekendtgørelsens kundekategorier defineres ved direkte henvisning til bilag 1 og 2 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, jf. § 2, nr. 2. Hjemlen er lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 46 og lov om finansiell virksomhed § 43, stk. 4.

Interessekonflikter i selve organiseringen har også været prøvet. I kendelsen af 14. september 2006 (-2005-0004171) blev en bestyrelsesformand i et pengeinstitut udelukket fra investeringsforeningers bestyrelser på grund af en væsentlig markedsføringsaftale, og i kendelsen af 21. december 2016 (2016-4752) stadfæstede nævnet påbud om, at inhabile bestyrelsesmedlemmer ikke må deltage i selve **behandlingen** af en sag – ikke kun i afstemningen.

LOV

Lov om finansiell virksomhed § 43, stk. 4

Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 46

Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 95, stk. 2-4

Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 108, stk. 1, 2

PRAKSIS

Erhvervsankenævnet · Bestyrelsesformand i pengeinstitut udelukket fra investeringsforeningers bestyrelser på grund af væsentlig markedsføringsaftale

14.09.2006

§ 12 MiFID II's rækkevidde i EU-Domstolens praksis

EU-Domstolen har i en række præjudicielle afgørelser trukket grænserne for, hvad MiFID-regelsættet dækker – og har konsekvent afvist at udvide anvendelsesområdet med henvisning til investorbeskyttelsesformålet alene.

Formidling af porteføljeplejeaftaler falder uden for. I C-678/15 (Khorassani mod Pflanz) havde en formidler uden tilladelse formidlet en »Grand Slam«-formueplejeaftale med et liechtensteinsk selskab, hvorefter investoren mistede størstedelen af sine indbetalinger. Domstolen fastslog, at »modtagelse og formidling af ordrer vedrørende et eller flere finansielle instrumenter« forudsætter ordrer om konkret **køb eller salg**, jf. den tætte forbindelse til ordreduførelse. Investorbeskyttelsen kunne ikke bære en udvidende fortolkning:

»Dette formål kan imidlertid ikke i sig selv begrunde en særlig bred betydning af den investeringservice, der er omhandlet i afsnit A, nr. 1), i bilag I til direktiv 2004/39, som omfatter formidling, der er rettet mod indgåelse af en aftale, som omhandler en porteføljepleje.«

Domstolen erkendte udtrykkeligt, at der kan opstå et beskyttelseshul, når aftalen indgås med et selskab i et tredjeland, men lod det være lovgivers problem.

Undtagne formidlere må formidle på tværs af grænser. I [C-695/22](#) (Fondee mod Česká národní banka) havde den tjekkiske nationalbank bødelagt en investeringsformidler for at sende 407 kundeordrer til en værdipapirhandler i Nederlandene. Domstolen fastslog, at [MiFID II artikel 3, stk. 1, litra c\), nr. i\)](#) »vedrører formidling af ordre til ethvert investeringsselskab, der er meddelt tilladelse, og ikke kun til de investeringsselskaber, der er etableret og meddelt tilladelse i hjemlandet«. Da direktivet har foretaget fuld harmonisering, skulle spørgsmålet bedømmes efter direktivet og ikke efter [artikel 56 TEUF](#).

Tilknyttede agenter er ikke investeringsselskaber. I [C-53/18](#) (Mastromartino) fandt Domstolen, at et midlertidigt étårigt forbud mod en italiensk finansiel rådgiver med autorisation til dørsalg hverken var omfattet af MiFID eller af de traktatsikrede friheder, fordi en tilknyttet agent ikke er et investeringsselskab i direktivets forstand, og situationen var rent intern.

Tilsynets tavshedspligt kan vige for retten til forsvar. I [C-358/16](#) fastslog Domstolen, at undtagelsen for »tilfælde omfattet af straffelovgivningen« i direktiv 2004/39/EF artikel 54 kun angår egentlig strafferetlig retsforfølgning, men at den nationale domstol i en konkret afvejning kan give aktindsigt i oplysninger, der har objektiv forbindelse til klagepunkterne, jf. [chartrets artikel 47](#) og [artikel 48](#).

Samlet tegner praksis et billede af et regelsæt, der fortolkes **ordlyds- og systemtro**: beskyttelsesformålet i [MiFID II](#) er retningsgivende, men ikke en selvstændig udvidelseshjemmel.

PRAKSIS	EU-Domstolen · Grænseoverskridende formidling af investeringsordrer: Medlemsstaters adgang til at begrænse undtagne investeringsformidlers virksomhed efter MiFID II	16.05.2024
	EU-Domstolen · Investeringselskabers dokumentationspligt: Frihed i metodevalg under MiFID II-reglerne	28.10.2021
	EU-Domstolen · Rækkevidde af MiFID-direktivet og EU-retlige friheder ved midlertidigt forbud mod virksomhed for tilknyttede agenter	08.05.2019
	EU-Domstolen · Tavshedspligt for finanstilsyn og retten til forsvar: Fortolkning af 'tilfælde omfattet af straffelovgivningen'	13.09.2018
	EU-Domstolen · Fortolkning af MiFID: Formidling af porteføljeplejeaftale falder uden for investeringservice	13.06.2017

§ 13 Aktindsigt og tavshedspligt i investorbeskyttelsessager

Adgangen til at få indsigt i Finanstilsynets tilsynssager er et selvstændigt og velbelyst spor i Erhvervsankenævnets praksis – og har direkte betydning for, hvor synlig investorbeskyttelseshåndhævelsen bliver.

Udgangspunktet er restriktivt. Finanstilsynets skærpede tavshedspligt i [lov om finansiel virksomhed § 354, stk. 1](#) omfatter alle fortrolige oplysninger modtaget som led i tilsynsvirksomheden efter [§ 344](#) og går forud for offentlighedslovens almindelige regler, jf. [offentlighedsloven § 35](#). Partsbegrebet i [§ 355, stk. 1](#) er udtømmende, og forarbejderne fastslår, at kunder, aktionærer og investorer ikke opnår partsstatus uanset deres økonomiske

interesse. Det bekræftede nævnet i kendelsen af 5. september 2022 (22/03370), hvor britiske investorer forgæves søgte indsigt i en inspektionsrapport. Nævnet afviste også, at et dokument mister sin fortrolighed, fordi en tredjemand er kommet i besiddelse af det og udbyder det til salg: oplysninger mister kun fortroligheden, hvis de er blevet **almindeligt kendt**.

Men god skik- og investorbeskyttelsessager er netop undtaget. I kendelsen af 29. september 2016 (2016-4768) fastslog nævnet, at når sagen vedrører tilsyn med reglerne om god skik efter [lov om finansiell virksomhed § 43](#), finder den skærpede tavshedspligt ikke anvendelse, jf. [§ 354, stk. 3, nr. 1](#). Nævnet stadfæstede derfor, at der skulle gives aktindsigt i Finanstilsynets udkast til påbud og i instituttets høringssvar. Udkastet havde mistet sin interne karakter ved at blive sendt i høring hos instituttet og Forbrugerombudsmanden uden en lovbestemt pligt hertil:

»Baggrunden for bestemmelsen er, at den myndighed, der har afgivet et dokument til en udenforstående, må anses for at have opgivet retten til at beskytte det pågældende interne dokument.«

Instituttets indsigelse om omdømmeskade blev afvist som liggende uden for det snævre anvendelsesområde for [offentlighedsloven § 33, nr. 2 og nr. 5](#). Den parallelle kendelse af 10. december 2016 (2016-13026) fastholdt dog, at bestyrelsesreferater fortsat er interne dokumenter, og at hensynet til bestyrelsens frie drøftelser vejer tungere end klagerens interesse i meroffentlighed.

Denne sondring mellem **tilsynsvirksomhed** (fortrolig) og **god skik-tilsyn** (offentligt tilgængeligt) er investorbeskyttelsesområdet vigtigste gennemsigtighedsmekanisme: den er forudsætningen for, at Finanstilsynets påtaler og påbud om egnetheds- og hensigtsmæssighedsvurdering kan offentliggøres og dermed virke normdannende for hele branchen.

LOV	Lov om finansiell virksomhed § 43	Lov om finansiell virksomhed § 354, stk. 1, 3
	Lov om finansiell virksomhed § 355, stk. 1	Offentlighedsloven § 35
PRAKSIS	Erhvervsankenævnet · Stadfæstelse af afslag på aktindsigt i tilsynsdokumenter vedrørende forventeligt nødlidende pengeinstitut 05.09.2022 Erhvervsankenævnet · Delvis afvisning og stadfæstelse af afslag på aktindsigt i sag om bidragssatser hos Finanstilsynet 10.12.2016 Erhvervsankenævnet · Aktindsigt i Finanstilsynets udkast til påbud og høringssvar vedrørende bidragssatser hos realkreditinstitut 29.09.2016 Erhvervsankenævnet · Sag om aktindsigt for minoritetsaktionærer i sag om inddragelse af fondsmæglerselskabs tilladelse 30.09.2013	

§ 14 Samspillet med den civile erstatningssag – og afgrænsningen af oversigten

Investorbeskyttelsesreglerne er offentligretlige adfærdsnormer. De giver Finanstilsynet håndhævelsesbeføjelser, men er ikke i sig selv et selvstændigt erstatningsgrundlag – bortset fra den udtrykkelige regel i [lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 45, stk. 6](#), hvorefter handlinger i strid med regler udstedt i medfør af stk. 2 pådrager erstatningsansvar »i overensstemmelse med dansk rets almindelige regler«.

De to spor er ikke desto mindre tæt forbundet på tre måder:

1.

Tilsynskritik vender bevisbyrden. Efter Finanstilsynets påtale af salgsbrochuren for et gearret hedge-produkt fandt Det Finansielle Ankenævn i [479/2010](#), at det påhvilede banken at godtgøre, at kunden havde fået fyldestgørende rådgivning om gearingen.

2. **Bekendtgørelsen påberåbes direkte af kunderne.** I [517/2008](#) gjorde en alvorligt syg kunde gældende, at banken havde overtrådt bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel ved ikke at have udarbejdet en skriftlig aftale eller foretaget en tilstrækkelig egnethedstest. Sagen blev afvist, fordi afgørelsen forudsatte parts- og vidneforklaringer om de mundtlige drøftelser – et gennemgående træk ved sager, hvor egnethedsdokumentationen er mangelfuld.
3. **Regelændringer slår igennem på aftaleforholdet.** I [171/2021](#) havde en bank i juni 2020 varslet opsigelse af en formueplejeaftale, fordi MiFID II krævede indgåelse af nye investeringsaftaler. Da der ikke forelå en underskrevet aftale ved fristens udløb, blev værdipapirerne realiseret. Nævnet fandt, at kunden burde have handlet tidligere for at begrænse sit tab.

Den strafferetlige dimension er beskeden, men findes. Overtrædelse af bekendtgørelsens materielle kernebestemmelser er bødesanktioneret, og manglende efterlevelse af et påbud kan straffes med bøde, jf. [vejledningens afsnit om tilsyn og straf](#). [Betænkning nr. 1561/2016 om bødesanktioner på det finansielle område, s. 22](#) beskriver, at bl.a. bekendtgørelsen om risikomærkning af investeringsprodukter er udstedt med hjemmel i den daværende [lov om finansiell virksomhed § 43, stk. 3](#), og at bestemmelserne som udgangspunkt er strafbelagte. Ved siden heraf står den strafferetlige praksis om ordredførelse i markedsmisbrugssager, hvor Finanstilsynet i [vejledningen om udførelse af kundeordrer og indberetning heraf i medfør af markedsmisbrugsforordningen](#) anbefaler, at den ansatte afstår fra at udføre ordren ved begrundet mistanke, og at værdipapirhandleren indsætter et udtrykkeligt forbehold herom i ordredførelsespolitikken. Se herom nærmere [markedsmisbrug-kursmanipulation](#) og [insiderhandel-misbrug-af-intern-viden](#).

Denne oversigt dækker det tilsynsretlige spor. Den civile erstatningssag mod pengeinstitutter for konkret investerings-, lån- og kreditrådgivning af privatkunder behandles under [bank-raadgivning](#)-, realkreditprodukter under [realkredit-tvister](#), Finanstilsynets øvrige afgørelser om fit & proper, solvens og partsbegreb under [finansstilsynets-afgoerelser](#), og prospektkrav ved udbud under [prospektpligt-og-prospektansvar-vaerdipapirudbud](#).

LOV	Lov om finansiell virksomhed § 43, stk. 3	
	Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 45, stk. 6	
PRAKSIS	Det finansielle ankenævn · Erstatningskrav afvist efter opsigelse af investeringsaftale som følge af formuekrav og MiFID II	04.10.2022
	Det finansielle ankenævn · Erstatningsansvar for Jyske Bank ved rådgivning om komplekst hedge-obligationsprodukt	03.11.2011
	Det finansielle ankenævn · Tvist om investeringsrådgivning til alvorligt syg kunde afvist pga. behov for bevisførelse	18.11.2009

§ 15 Sammenfatning og aktuelle regelændringer

Praksis på investorbeskyttelsesområdet kan sammenfattes i fem linjer.

For det første er reaktionsstigen reel og proportional. Finanstilsynet vælger mellem påtale, påbud og inddragelse af tilladelsen, og Erhvervsankenævnet prøver valget. Påtalen – den mildeste reaktion – er en prøvelig

afgørelse, jf. [2009-0019732](#). Inddragelse forudsætter derimod, at overtrædelserne er systematiske, og at mindre indgribende midler ikke rækker, jf. [2012-0033274](#).

For det andet vurderes markedsføringsmateriale efter det, kunden faktisk læser. Et fakta-ark må ikke tegne et risikofrit billede med henvisning til, at prospektet nuancerer, jf. [2010-0021890](#), og en generel risikobemærkning reparerer ikke et ensidigt positivt salgsbrev, jf. [2014-0038307](#).

For det tredje er egnetheds- og hensigtsmæssighedsvurderingerne procesforpligtelser med dokumentationskrav, men uden handelsforbud. Egnethedsvurderingen efter [§ 9](#) blokerer for rådgivning og porteføljepleje, hvis oplysningerne mangler; hensigtsmæssighedsvurderingen efter [§ 12](#) udløser kun en advarselspligt. Dokumentation kan opbevares frit, så længe tilsynet let kan tilgå den, jf. [C-95/20](#).

For det fjerde er interessekonflikten det centrale skærpende moment. Både inddragelsessagen fra 2013, aflønningsforbuddet i [§ 108, stk. 2](#), kravet om uafhængig rådgivning i [§ 47](#) og best execution-reglen om det mindst mulige samlede vederlag i [§ 3, stk. 2](#) sigter mod samme risiko: at værdipapirhandleren tjener på kundens bekostning.

For det femte virker offentliggørelsen som den egentlige sanktion. Fordi god skik-sager efter [FIL § 354, stk. 3, nr. 1](#) er undtaget fra den skærpede tavshedspligt, jf. [2016-4768](#), kan Finanstilsynets afgørelser om egnethed, hensigtsmæssighed og omkostningsoplysning offentliggøres og virke normdannende for hele branchen.

Aktuelle regelændringer. Bekendtgørelse nr. 760 af 14. juni 2024 er fortsat gældende og har ingen vedtagne, ikke-konsoliderede ændringer. Finanstilsynet sendte imidlertid den 19. august 2026 et udkast til en **nyudstedelse** af bekendtgørelsen i høring med frist den 16. september 2026, jf. [høringen om nyudstedelse af bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel](#). Udkastet præciserer reglerne om detailkunders ret til gratis papirinformation og indfører en frist på mindst otte uger, inden eksisterende detailkunder overgår til elektronisk format – en videreførelse af den varslingsregel, der allerede findes i [§ 6, stk. 4](#). Hjemmelskæden er i udkastet opdateret, så der henvises til lov om **investeringsrådgivere og boligkreditformidlere** i stedet for den tidligere lov om finansielle rådgivere, investeringsrådgivere og boligkreditformidlere. Endelig er [§ 3, stk. 2](#) i bekendtgørelsen om værdipapirhandleres udførelse af ordrer teknisk ændret med virkning fra 29. september 2025, uden at ændringen endnu er konsolideret.

LOV

[Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 9](#)
[Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 12](#)
[Bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer § 3, stk. 2](#)
[Lov om finansiell virksomhed § 354, stk. 3](#)

PRAKSIS

EU-Domstolen · Investeringsselskabers dokumentationspligt: Frihed i metodevalg under MiFID II-reglerne	28.10.2021
Erhvervsankenævnet · Aktindsigt i Finanstilsynets udkast til påbud og høringssvar vedrørende bidragssatser hos realkreditinstitut	29.09.2016
Erhvervsankenævnet · Andelskasses markedsføringsbrev til andelshavere var i strid med god skik grundet mangelfulde risikoplysninger	20.02.2015
Erhvervsankenævnet · Stadfæstelse af inddragelse af fondsmæglerselskabs tilladelse grundet omfattende uautoriseret egenhandel og sammenblanding af kundeaktiver	02.10.2013
Erhvervsankenævnet · Finansiell virksomhed fik påtale for vildledende markedsføring af strukturerede obligationer med CDO-sikkerhed	16.02.2011
Erhvervsankenævnet · Afgørelse om klageadgang ved Finanstilsynets påtale af investeringsforenings markedsføring	03.06.2010

REFERENCE Lovgrundlag

8 paragraffer

Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 3		Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 4	
Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 9	stk. 1-4	Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel § 12	
Bekendtgørelse om værdipapirhandleres udførelse af ordrer § 3	stk. 2	Lov om finansiel virksomhed § 43	stk. 2
Lov om fondsmæglerselskaber og investeringsservice og -aktiviteter § 45	stk. 2	Lov om kapitalmarkeder § 105	

MATERIALE Citerede afgørelser

30 afgørelser

EU-DOMSTOLEN · EUROPÆISK DOMSTOL		6
18.06.2026	FIBO Markets mod J.P. (C-346/25): Rameaftaleklausuler om ordreudførelse er ikke "rettigheder og forpligtelser, der udgør finansielle instrumenter" under Rom I-forordningens artikel 6, stk. 4, litra d)	C-346/25
16.05.2024	Grænseoverskridende formidling af investeringsordrer: Medlemsstaters adgang til at begrænse undtagne investeringsformidlers virksomhed efter MiFID II	C-695/22
28.10.2021	Investeringselskabers dokumentationspligt: Frihed i metodevalg under MiFID II-reglerne	C-95/20
08.05.2019	Rækkevidde af MiFID-direktivet og EU-retlige friheder ved midlertidigt forbud mod virksomhed for tilknyttede agenter	C-53/18
13.09.2018	Tavshedspligt for finanstilsyn og retten til forsvar: Fortolkning af 'tilfælde omfattet af straffelovgivningen'	C-358/16
13.06.2017	Fortolkning af MiFID: Formidling af porteføljeplejeaftale falder uden for investeringsservice	C-678/15
LANDSRETTEEN · ANKEINSTANS		2
28.06.2022	Kendelse om opsættende virkning af søgsmål vedrørende Finanstilsynets påbud om kreditværdighedsvurdering	2932-3476
23.02.2010	Landsrettens dom i sag om overtrædelse af lov om investeringsforeninger	2591-3087
ERHVERVSANKENÆVNET · NÆVN / KLAGEINSTANS		14
05.09.2022	Stadfæstelse af afslag på aktindsigt i tilsynsdokumenter vedrørende forventeligt nødlidende pengeinstitut	22/03370

10.12.2016	Delvis afvisning og stadfæstelse af afslag på aktindsigt i sag om bidragssatser hos Finanstilsynet	2016-13026
29.09.2016	Aktindsigt i Finanstilsynets udkast til påbud og høringssvar vedrørende bidragssatser hos realkreditinstitut	2016-4768
20.02.2015	Andelskasses markedsføringsbrev til andelshavere var i strid med god skik grundet mangelfulde risikoplysninger	2014-0038307
02.10.2013	Stadfæstelse af inddragelse af fondsmæglerselskabs tilladelse grundet omfattende uautoriseret egenhandel og sammenblanding af kundeaktiver	2012-0033274
30.09.2013	Sag om aktindsigt for minoritetsaktionærer i sag om inddragelse af fondsmæglerselskabs tilladelse	2013-0034166
01.02.2013	Certifikater uden hovedstolsgaranti kan ikke sidestilles med erhvervsobligationer i puljeordninger	2012-0031919
05.11.2012	Krav om tilladelse som værdipapirhandler ved formidling af aktier i solcelleprojekter	2012-0031859
16.02.2011	Finansiell virksomhed fik påtale for vildledende markedsføring af strukturerede obligationer med CDO-sikkerhed	2010-0021890
03.06.2010	Afgørelse om klageadgang ved Finanstilsynets påtale af investeringsforenings markedsføring	2009-0019732
19.03.2010	Stadfæstelse af påbud til pengeinstitut om overholdelse af principper for rentefastsættelse og god skik	2009-0019011
03.01.2007	Erhvervsankenævnets kendelse om pengeinstituts handelsbetingelser og overholdelse af god skik	2005-0002558
14.09.2006	Bestyrelsesformand i pengeinstitut udelukket fra investeringsforeningers bestyrelser på grund af væsentlig markedsføringsaftale	2005-0004171
03.03.1998	Finanstilsynet havde ikke hjemmel til at dispensere fra legitimationskravet ved handel med præmieobligationer	97-124.927

DET FINANSIELLE ANKENÆVN · NÆVN / KLAGEINSTANS

6

21.03.2025	Klage over manglende eksekvering af limitordre på CFD hos Saxo Bank	432/2024
04.10.2022	Erstatningskrav afvist efter opsigelse af investeringsaftale som følge af formuekrav og MiFID II	171/2021
30.04.2019	Krav om erstatning for tab på 177.829 kr. ved handel med 17 gange gearede bullcertifikater via fuldmægtig	139/2018
03.11.2011	Erstatningsansvar for Jyske Bank ved rådgivning om komplekst hedge-obligationsprodukt	479/2010
09.03.2010	Erstatningsansvar for Jyske Bank ved mangelfuld rådgivning om hedgefonde	568/2009
18.11.2009	Twist om investeringsrådgivning til alvorligt syg kunde afvist pga. behov for bevisførelse	517/2008

FORBRUGEROMBUDSMANDEN · NÆVN / KLAGEINSTANS

1

08.03.2011 Forbrugerombudsmanden: Mangelfuld risikoinformation ved salg af Scandinotes obligationer fører til forlig

PARKERINGSKLAGENÆVNET · NÆVN / KLAGEINSTANS

1

31.07.2023 Afvisning af klage over kontrolafgift på midlertidig parkeringsplads grundet erhvervsmæssig brug

park-3087

FORARBEJDE Betænkninger

5 referencer

Børsreform II – Betænkning afgivet af Børsudvalget, Bind 1 (Betænkning nr. 1290)

nr. 1290 · 1995 · Erhvervsministeriet

Børsreform II – Betænkning nr. 1290 afgivet af Børsudvalget, Bind 2

nr. 1290 · 1995 · Erhvervsministeriet

Børsreform II - Betænkning nr. 1290 - Lovforslag til lov om værdipapirhandel og lov om fondsmæglerselskaber

nr. 1290 · 1995 · Erhvervsministeriet

Den finansielle sektor efter år 2000

nr. 1376 · 1999 · Økonomiministeriet

Betænkning om bødesanktioner på det finansielle område

nr. 1561 · 2016 · Erhvervs- og Vækstministeriet