

Bruxelles, den 27. februar 2026
(OR. en)

6830/26

EF 52
ECOFIN 269
DELECT 40

FØLGESKRIVELSE

fra: Martine DEPREG, direktør, på vegne af generalsekretæren for Europa-Kommissionen

modtaget: 26. februar 2026

til: Thérèse BLANCHET, generalsekretær for Rådet for Den Europæiske Union

Komm. dok. nr.: C(2026) 994 final

Vedr.: KOMMISSIONENS DELEGEREDE DIREKTIV (EU) .../... af 20.2.2026 om ændring af delegeret direktiv (EU) 2017/593 for så vidt angår betingelserne for tredjemands levering af ordreudførelses- og analysetjenesteydelser til investeringsselskaber, der yder porteføljepleje, anden investeringsservice eller andre accessoriske tjenesteydelser

Hermed følger til delegationerne dokument C(2026) 994 final.

Bilag: C(2026) 994 final



Bruxelles, den 20.2.2026
C(2026) 994 final

KOMMISSIONENS DELEGEREDE DIREKTIV (EU) .../...

af 20.2.2026

**om ændring af delegeret direktiv (EU) 2017/593 for så vidt angår betingelserne for
tredjemands levering af ordredførelses- og analysetjenesteydelser til
investeringsselskaber, der yder porteføljepleje, anden investeringservice eller andre
accessoriske tjenesteydelser**

(EØS-relevant tekst)

BEGRUNDELSE

1. BAGGRUND FOR DEN DELEGEREDE RETSAKT

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2021/338¹ (en del af "genopretningspakke vedrørende kapitalmarkederne") ændrede Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU² ("MiFID II") for at lette udviklingen af analyser af udstedere i form af små virksomheder og midcapselskaber, der ønsker at opnå forbedret adgang til kapitalmarkeder og investorer. Ved ændringen fik investeringselskaber mulighed for at betale samlet for levering af analyser og ordredførelsestjenesteydelser, forudsat at visse betingelser er opfyldt. En af betingelserne er, at analyserne skal vedrøre udstedere med en markedsværdi, der ikke overstiger 1 mia. EUR, udtrykt ved kursværdien ved årets udgang i de 36 måneder, der er gået forud for leveringen af analyserne. For virksomheder med en højere markedsværdi finder forpligtelsen til at betale særskilt for analyser og ordredførelsestjenesteydelser fortsat anvendelse.

Da faldet i investeringsanalyser imidlertid ikke aftog som følge af denne ændring, blev MiFID II ændret yderligere ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2024/2811³ (en del af "lovgivningspakken om børsnotering") for at give investeringselskaber større fleksibilitet med hensyn til den måde, hvorpå de vælger at tilrettelægge betalingen for ordredførelsestjenesteydelser og analyser. Nærmere bestemt ændredes følgende:

- Det fjernede den alt for restriktive mulighed for, at virksomheder kun kan samle betalinger for analyser og ordredførelsestjenesteydelser, når analyserne vedrører virksomheder med en markedsværdi, der ikke overstiger 1 mia. EUR.
- Det indførte mere fleksible regler, der giver investeringselskaber mulighed for at vælge den mest hensigtsmæssige betalingsmetode for ordredførelsestjenesteydelser og analyser.
- Det ophævede kravet om at adskille betalinger, hvis det anses for at være for besværligt for virksomhederne, samtidig med at de stadig har mulighed for at opretholde særskilte betalinger, hvis de foretrækker det.
- Det indførte gennemsigtighedskrav, der forpligter investeringselskaber til at oplyse deres kunder om, hvorvidt de anvender samlede eller særskilte betalinger.

For at sikre, at disse seneste ændringer anvendes konsekvent i hele Unionen, og for at fremme analyser af selskaber bør Kommissionen ændre delegeret direktiv (EU) 2017/593⁴. Den bør

¹ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2021/338 af 16. februar 2021 om ændring af direktiv 2014/65/EU, for så vidt angår oplysningskrav, produktstyring og positionslofter, og af direktiv 2013/36/EU og (EU) 2019/878, for så vidt angår deres anvendelse på investeringsvirksomheder, med henblik på at bidrage til genopretningen efter covid-19-krisen (EUT L 68 af 26.2.2021, s. 14, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2021/338/oj>).

² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (omarbejdning) (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

³ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2024/2811 af 23. oktober 2024 om ændring af direktiv 2014/65/EU med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder og om ophævelse af direktiv 2001/34/EF (EUT L, 2024/2811, 14.11.2024, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/2811/oj>).

⁴ Kommissionens delegerede direktiv (EU) 2017/593 af 7. april 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår beskyttelse af kunders finansielle instrumenter og midler, produktstyringsforpligtelser og de regler, der finder anvendelse på levering eller

navnlig revidere reglerne vedrørende betalingsmetoder for analyser, der leveres af tredjemand til investeringsselskaber, der yder porteføljepleje, anden investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser. I denne sammenhæng har Kommissionen anmodet om teknisk rådgivning fra Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA).

2. HØRINGER FORUD FOR RETSAKTENS VEDTAGELSE

På grundlag af en anmodning om teknisk rådgivning fra Kommissionen gennemførte ESMA en offentlig høring om mulige ændringer af bestemmelserne om analyser i delegeret direktiv (EU) 2017/593 i tilknytning til forordningen om børsnotering. Høringsdokumentet⁵ blev offentliggjort på ESMA's websted den 28. oktober 2024, og høringsfristen blev sat til den 28. januar 2025. ESMA har ligeledes indhentet synspunkter fra interessentgruppen for værdipapirer og markeder (SMSG), der er nedsat i henhold til artikel 37 i forordning (EU) nr. 1095/2010.

Fra den 17. december 2025 til den 12. januar 2026 hørte Kommissionen ekspertgruppen under Det Europæiske Værdipapirudvalg om udkastet til delegeret direktiv. Der blev indsendt tre bemærkninger, som viste generel opbakning til udkastet til forslag.

Fra den 4. december 2025 til den 1. januar 2026 blev udkastet til delegeret direktiv offentliggjort på portalen for bedre regulering for en feedbackperiode på fire uger i overensstemmelse med principperne i den interinstitutionelle aftale om bedre lovgivning. Der blev ikke indsendt nogen bemærkninger. Den modtagne feedback vedrørte hovedsagelig de regler, der gælder for analyser, som investeringsselskaber betaler ud af egne midler, og analyser, der betales fra analysebetalingskontoen. Nogle interessenter foreslog at styrke og supplere de relevante bestemmelser om analyser i det delegerede direktiv som indført ved direktiv (EU) 2024/2811.

Efter behørig overvejelse konkluderede Kommissionen, at de kvalitetskrav, der er fastsat i udkastet til delegeret direktiv, og som vil gælde for alle analyser, uanset hvordan investeringsselskaberne betaler for ordreudførelses- og analysetjenesteydelser, bør være tilstrækkelige sikkerhedsforanstaltninger til at sikre, at analyserne er af passende kvalitet. Kommissionen finder derfor, at yderligere ændringer af udkastet til delegeret direktiv enten ikke er nødvendige eller ikke vil være i overensstemmelse med ændringerne i direktiv (EU) 2024/2811. Derudover er forslag såsom et krav om at sammenligne kvaliteten af analyser fra en leverandør med kvaliteten af analyser fra andre leverandører allerede blevet vurderet og afvist af ESMA på et tidligere tidspunkt, da de anses for at være alt for byrdefulde og sandsynligvis vil skabe unødvendig reguleringsmæssig kompleksitet for investeringsselskaberne.

modtagelse af gebyrer, provisioner eller andre penge- eller naturalieydelser (EUT L 87 af 31.3.2017, s. 500, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir_del/2017/593/oj).

⁵ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA35-335435667-6290_Technical_advice_to_the_EC_on_amendments_to_the_research_provisions_of_the_MiFID_II_Delegated_Directive_in_the_context_of_the_Listing_Act.pdf.

3. JURIDISKE ASPEKTER AF DEN DELEGEREDE RETSAKT

DETTE DELEGEREDE DIREKTIV INDEHOLDER FIRE ARTIKLER.

- Ved artikel 1 ændres artikel 13 i delegeret direktiv (EU) 2017/593, idet der fastsættes nye regler, der giver mulighed for samlede eller særskilte betalinger for investeringsanalyser og ordreudførelsestjenesteydelser.
- I artikel 2 fastsættes tidsplanen for medlemsstaternes vedtagelse af de love og administrative bestemmelser, der er nødvendige for at gennemføre de nye regler, der er fastsat i dette delegerede direktiv, og anvendelsesdatoen herfor.
- I artikel 3 fastsættes tidsplanen for ikrafttræden af de nye regler, der er fastsat i dette delegerede direktiv.
- I artikel 4 præciseres det, at dette delegerede direktiv er rettet til alle medlemsstater.

KOMMISSIONENS DELEGEREDE DIREKTIV (EU) .../...

af 20.2.2026

om ændring af delegeret direktiv (EU) 2017/593 for så vidt angår betingelserne for tredjemands levering af ordredførelses- og analysetjenesteydelser til investeringselskaber, der yder porteføljepleje, anden investeringservice eller andre accessoriske tjenesteydelser

(EØS-relevant tekst)

EUROPA-KOMMISSIONEN HAR —

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde, særligt artikel 53, stk. 1,

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU⁶, særligt artikel 24, stk. 13, og

ud fra følgende betragtninger:

- (1) Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2024/2811⁷ ændrede Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU⁸ for at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for virksomheder og gøre det lettere for små og mellemstore virksomheder at få adgang til kapital, navnlig ved at fremme flere investeringsanalyser af disse virksomheder, gøre dem mere synlige og give dem øget udsigt til at tiltrække potentielle investorer.
- (2) Direktiv (EU) 2024/2811 ændrede den måde, hvorpå investeringselskaber kan betale for tredjemands ordredførelses- og analysetjenesteydelser, ved at give disse selskaber mulighed for at vælge mellem at betale særskilt eller samlet for disse tjenesteydelser. Med en sådan fleksibilitet anerkendes den administrative byrde, som tilrettelæggelse af særskilte betalinger for ordredførelses- og analysetjenesteydelser kan udgøre for visse virksomheder, som derefter vælger ikke længere at levere eller anvende analysetjenesteydelser, navnlig for små virksomheder og midcapselskaber.
- (3) Delegeret direktiv (EU) 2017/593⁹ indeholder kun nærmere bestemmelser om krav med tilknytning til samlet betaling for ordredførelses- og analysetjenesteydelser. Det

⁶ EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349.

⁷ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2024/2811 af 23. oktober 2024 om ændring af direktiv 2014/65/EU med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder og om ophævelse af direktiv 2001/34/EF (EUT L, 2024/2811, 14.11.2024, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/2811/oj>).

⁸ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (omarbejdning) (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

⁹ Kommissionens delegerede direktiv (EU) 2017/593 af 7. april 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår beskyttelse af kunders finansielle instrumenter og midler, produktstyringsforpligtelser og de regler, der finder anvendelse på levering eller modtagelse af gebyrer, provisioner eller andre penge- eller naturalieydelser (EUT L 87 af 31.3.2017, s. 500, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir_del/2017/593/oj).

er nødvendigt at afspejle det forhold, at investeringsselskaber nu har mulighed for at vælge at betale samlet eller særskilt for disse tjenesteydelser, og at der i begge tilfælde bør gælde krav med hensyn til kvalitetsvurdering af analyserne.

- (4) Den fleksibilitet, der gives til investeringsselskaber med hensyn til betalingsmetoden, bør ikke gribe ind i disse selskabers forpligtelse til at handle ærligt, redeligt og professionelt i deres kunders bedste interesse. Disse investeringsselskaber bør derfor være forpligtet til at vurdere kvaliteten af de analyser, som de gør brug af eller leverer, for at sikre, at de analyser, som tredjemand leverer til dem, er af høj kvalitet og kan anvendes til at bidrage til en bedre investeringsbeslutning og dermed skabe merværdi for slutinvestoren.
- (5) De investeringsselskaber, der modtager analyserne, bør årligt vurdere kvaliteten af disse analyser. For at sikre, at analyserne faktisk bidrager til en bedre investeringsbeslutning i overensstemmelse med den investeringsstrategi, der gælder for kundernes portefølje, bør investeringsselskaberne foretage nævnte vurdering på grundlag af solide kvalitetskriterier. Hvis den årlige vurdering viser, at analyserne er af utilstrækkelig kvalitet, eller at de ikke er brugbare eller bidrager til en bedre investeringsbeslutning, bør de pågældende investeringsselskaber overveje at træffe foranstaltninger til at rette op på situationen, herunder anmode leverandøren af tredjemandsanalyser om at forbedre analysernes kvalitet, standse brugen eller distributionen af analyserne af utilstrækkelig kvalitet eller vælge en alternativ leverandør, der kan levere analyserne.
- (6) Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, som blev oprettet ved Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010¹⁰, er blevet hørt med henblik på teknisk rådgivning om de regler, der er fastsat i dette delegerede direktiv.
- (7) For at de kompetente myndigheder og investeringsselskaberne kan tilpasse sig de nye krav, således at de kan anvendes på en effektiv og hensigtsmæssig måde, bør gennemførelsesdatoen og anvendelsesdatoen for nærværende delegerede direktiv stemme overens med henholdsvis gennemførelsesdatoen og anvendelsesdatoen for direktiv (EU) 2024/2811.
- (8) Delegeret direktiv (EU) 2017/593 bør derfor ændres —

VEDTAGET DETTE DIREKTIV:

Artikel 1

Ændring af delegeret direktiv (EU) 2017/593

I delegeret direktiv (EU) 2017/593 foretages følgende ændringer:

- 1) I artikel 13 foretages følgende ændringer:
 - a) Stk. 1 affattes således:

"1. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der driver en separat analysebetalingskonto, jf. artikel 24, stk. 9a, litra d), nr. ii), i direktiv 2014/65/EU, opfylder følgende betingelser vedrørende drift af kontoen:

¹⁰ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/77/EF (EUT L 331 af 15.12.2010, s. 84 ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

- a) Analysebetalingskontoen er finansieret af et specifikt analysegebyr, der pålægges kunden.
 - b) Som led i indførelsen af en analysebetalingskonto og indgåelsen af en aftale om analysegebyret med deres kunder opstiller investeringsselskaberne et analysebudget, som regelmæssigt vurderes, som en intern administrativ foranstaltning.
 - c) Investeringsselskabet har ansvaret for analysebetalingskontoen."
- b) Følgende indsættes som stk. 1a:
- "1a. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der benytter en analysebetalingskonto som omhandlet i stk. 1, giver deres kunder følgende oplysninger:
- a) før levering af investeringsservice til deres kunder, oplysninger om det budgetterede beløb til analyser og størrelsen af det skønnede analysegebyr, der pålægges den enkelte kunde
 - b) årlige oplysninger om de samlede omkostninger, som investeringsselskabet har afholdt til tredjemandsanalyser."
- c) Stk. 2-7 affattes således:
- "2. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der vælger at betale særskilt for ordreudførelsestjenesteydelser og analyser, og som driver en analysebetalingskonto som omhandlet i stk. 1, efter anmodning fra deres kunder eller kompetente myndigheder fremlægger alt følgende:
- a) en liste over de leverandører, der er betalt fra nævnte analysebetalingskonto
 - b) det samlede beløb, som disse leverandører har modtaget i en bestemt periode
 - c) de ydelser og tjenesteydelser, som investeringsselskabet har modtaget fra disse leverandører
 - d) hvordan det samlede beløb, der er anvendt fra analysebetalingskontoen, er i forhold til det budget, som investeringsselskabet har fastsat for perioden, idet der oplyses om enhver form for rabat eller fremførsel, hvis der fortsat er resterende midler på kontoen.
- Med henblik på stk. 1, litra a), sikrer medlemsstaterne, at det anslåede analysegebyr:
- a) kun er baseret på et analysebudget, som investeringsselskabet har opstillet for de tredjemandsanalyser, der er nødvendige for at yde investeringsservice til det pågældende investeringsselskabs kunder
 - b) ikke er knyttet til mængden eller værdien af transaktioner, der udføres på vegne af selskabets kunder.
3. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der vælger at betale særskilt for ordreudførelses- og analysetjenesteydelser, og som driver en analysebetalingskonto som omhandlet i stk. 1:
- a) angiver et separat identificerbart analysegebyr for hver operationel ordning med henblik på opkrævning af kundens analysegebyr

b) fuldt ud opfylder betingelserne i stk. 1 og 1a.

4. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der vælger at betale særskilt for ordreudførelsestjenesteydelser og analyser, og som driver en analysebetalingskonto som omhandlet stk. 1, ikke modtager et samlet beløb for analysegebyrer, der overstiger analysebudgettet.

5. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der vælger at betale særskilt for ordreudførelsestjenesteydelser og analyser, og som har en særskilt analysebetalingskonto som omhandlet stk. 1, i deres forvaltningsaftale eller almindelige forretningsbetingelser indgår aftale med kunderne om analysegebyret som budgetteret af selskabet og den hyppighed, hvormed det specifikke analysegebyr vil blive fratrukket kundens midler i løbet af året.

Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaberne først øger deres analysebudget, når de har givet klare oplysninger til kunderne om sådanne påtænkte stigninger.

Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaberne har en proces for at tilbagebetale eventuelle overskud på analysebetalingskontoen ved udgangen af en periode til deres kunder eller til at modregne dem i analysebudgettet og det beregnede gebyr for den følgende periode.

6. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber, der vælger at betale særskilt for ordreudførelses- og analysetjenesteydelser, og som driver en analysebetalingskonto som omhandlet i stk. 1, har det fulde ansvar for analysebudgettet, jf. stk. 1, litra b).

Medlemsstaterne sikrer, at det analysebudget, der er omhandlet i stk. 1, litra b), er baseret på en rimelig vurdering af behovet for tredjemandsanalyser.

Medlemsstaterne sikrer, at anvendelsen af analysebudgettet til at købe tredjemandsanalyser er underlagt investeringsselskabets kontrol og den øverste ledelses tilsyn, som anses for objektivt velegnet til at sikre, at analysebudgettet forvaltes og anvendes i investeringsselskabets kunders bedste interesse. Medlemsstaterne sikrer, at den pågældende kontrol omfatter et klart revisionsspor i betalinger til leverandører af analyser og af, hvordan de betalte beløb blev fastlagt med henvisning til de kvalitetskriterier, der er omhandlet i stk. 10, stk. 1. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaberne ikke anvender analysebudgettet og analysebetalingskontoen til at finansiere interne analyser.

7. Med henblik på stk. 1, litra c), sikrer medlemsstaterne, at investeringsselskaberne kan henlægge administrationen af analysebetalingskontoen til tredjemand, forudsat at en sådan aftale fremmer køb af tredjemandsanalyser og betaling til leverandører af analyser i investeringsselskabets navn uden unødigt ophold i overensstemmelse med investeringsselskabets instrukser."

d) Stk. 8 udgår

e) Følgende tilføjes som stk. 10:

"10. Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaberne, uanset hvordan de betaler for ordreudførelses- og analysetjenesteydelser, baserer deres årlige vurdering af de analyser, der er påkrævet i henhold til artikel 24, stk. 9a, litra c), i direktiv 2014/65/EU, på robuste kvalitetskriterier, der gør det muligt for

selskaberne objektivt at vurdere analysernes kvalitet, anvendelighed og værdi og analysernes evne til at bidrage til bedre investeringsbeslutninger.

Medlemsstaterne sikrer, at investeringsselskaber træffer de nødvendige afhjælpende foranstaltninger, hvis det af vurderingerne fremgår, at analyserne ikke har den nødvendige kvalitet, anvendelighed og værdi, eller at analyserne ikke bidrager til en bedre investeringsbeslutning."

Artikel 2 **Gennemførelse**

Medlemsstaterne vedtager og offentliggør senest den 5. juni 2026 de love og administrative bestemmelser, der er nødvendige for at efterkomme dette direktiv. De meddeler straks Kommissionen disse love og bestemmelser.

De anvender disse love og bestemmelser fra den 6. juni 2026.

Disse love og bestemmelser skal ved vedtagelsen indeholde en henvisning til dette direktiv eller skal ved offentliggørelsen ledsages af en sådan henvisning. De nærmere regler for henvisningen fastsættes af medlemsstaterne.

Medlemsstaterne meddeler Kommissionen teksten til de vigtigste nationale retsfor skrifter, som de udsteder på det område, der er omfattet af dette direktiv.

Artikel 3 **Ikrafttræden**

Dette direktiv træder i kraft på tyvendedagen efter offentliggørelsen i *Den Europæiske Unions Tidende*.

Artikel 4 **Adressater**

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den 20.2.2026[...].

På Kommissionens vegne
Formand
Ursula VON DER LEYEN