

Bruselj, 27. februar 2026
(OR. en)

6830/26

EF 52
ECOFIN 269
DELECT 40

SPREMNI DOPIS

Pošiljatelj: za generalno sekretarko Evropske komisije:
direktorica Martine DEPREZ

Datum prejema: 26. februar 2026

Prejemnik: Thérèse BLANCHET, generalna sekretarka Sveta Evropske unije

Št. dok. Kom.: C(2026) 994 final

Zadeva: DELEGIRANA DIREKTIVA KOMISIJE (EU) .../...
z dne 20.2.2026
o spremembi Delegirane direktive (EU) 2017/593 v zvezi s pogoji za
opravljanje storitev izvrševanja in raziskav s strani tretjih oseb za
investicijska podjetja, ki opravljajo storitve upravljanja portfeljev ali druge
investicijske ali pomožne storitve

Delegacije prejmejo priloženi dokument C(2026) 994 final.

Priloga: C(2026) 994 final



Bruselj, 20.2.2026
C(2026) 994 final

DELEGIRANA DIREKTIVA KOMISIJE (EU) .../...

z dne 20.2.2026

o spremembi Delegirane direktive (EU) 2017/593 v zvezi s pogoji za opravljanje storitev izvrševanja in raziskav s strani tretjih oseb za investicijska podjetja, ki opravljajo storitve upravljanja portfeljev ali druge investicijske ali pomožne storitve

(Besedilo velja za EGP)

OBRAZLOŽITVENI MEMORANDUM

1. OZADJE DELEGIRANEGA AKTA

Z Direktivo (EU) 2021/338 Evropskega parlamenta in Sveta¹ (del svežnja za okrevanje kapitalskih trgov) se je spremenila Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta² (MiFID II), da bi se olajšal razvoj raziskav o izdajateljih z malo in srednje veliko tržno kapitalizacijo, ki si prizadevajo za boljši dostop do kapitalskih trgov in vlagateljev. Sprememba je investicijskim podjetjem omogočila skupno plačevanje storitev raziskav in izvrševanja, če so bili izpolnjeni nekateri pogoji. Eden od pogojev je bil, da se mora raziskava nanašati na izdajatelje, katerih tržna kapitalizacija ne presega 1 milijarde EUR na podlagi kotacij ob koncu leta v obdobju 36 mesecev pred izvedbo raziskave. Za podjetja z večjo tržno kapitalizacijo je še naprej veljala obveznost ločenega plačevanja storitev raziskav in izvrševanja.

Ker pa se upad investicijskih raziskav po tej spremembi ni upočasnil, je bila z Direktivo (EU) 2024/2811 Evropskega parlamenta in Sveta³ (del svežnja za akt o kotiranju) dodatno spremenjena MiFID II, da bi se investicijskim podjetjem zagotovila večja prožnost pri načinu organizacije plačevanja storitev izvrševanja in raziskav. In sicer:

- odpravlja preveč omejujočo možnost za podjetja, da lahko plačila za storitve raziskav in izvrševanja združijo samo, kadar raziskave zadevajo podjetja s tržno kapitalizacijo, ki ne presega 1 milijarde EUR;
- uvaja prožnejša pravila, ki investicijskim podjetjem omogočajo, da izberejo najprimernejši način plačila za storitve izvrševanja in raziskav;
- odpravlja zahtevo po ločevanju plačil, kadar se to zdi preveč obremenjujoče za podjetja, hkrati pa jim še vedno omogoča, da ohranijo ločena plačila, če to želijo;
- uvaja zahteve glede preglednosti, v skladu s katerimi morajo investicijska podjetja svojim strankam razkriti, ali uporabljajo skupna ali ločena plačila.

Za zagotovitev dosledne uporabe teh najnovejših sprememb po vsej EU in spodbujanje raziskav o podjetjih bi morala Komisija spremeniti Delegirano direktivo (EU) 2017/593⁴. Zlasti bi morala revidirati pravila, ki urejajo plačilne metode za raziskave, ki jih tretje osebe izvajajo za investicijska podjetja, ki opravljajo storitve upravljanja portfelja ali druge

¹ Direktiva (EU) 2021/338 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. februarja 2021 o spremembi Direktive 2014/65/EU glede zahtev po informacijah, upravljanja produktov in omejitev pozicij ter direktiv 2013/36/EU in (EU) 2019/878 glede njune uporabe za investicijska podjetja, za podporo okrevanju po krizi zaradi COVID-19 (UL L 68, 26.2.2021, str. 14, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2021/338/oj>).

² Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (UL L 173, 12.6.2014, str. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

³ Direktiva (EU) 2024/2811 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. oktobra 2024 o spremembi Direktive 2014/65/EU za povečanje privlačnosti javnih kapitalskih trgov v Uniji za podjetja in olajšanje dostopa do kapitala za mala in srednja podjetja ter razveljavitvi Direktive 2001/34/ES (UL L, 2024/2811, 14.11.2024, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/2811/oj>).

⁴ Delegirana direktiva Komisije (EU) 2017/593 z dne 7. aprila 2016 o dopolnitvi Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z zaščito finančnih instrumentov in sredstev, ki pripadajo strankam, obveznostmi glede upravljanja produktov in pravili, ki se uporabljajo za zagotavljanje ali prejemanje pristojbin, provizij ali kakršnih koli denarnih ali nedenarnih koristi (UL L 87, 31.3.2017, str. 500, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir_del/2017/593/oj).

investicijske ali pomožne storitve. V zvezi s tem je Komisija Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA) zaprosila za strokovni nasvet.

2. POSVETOVANJA PRED SPREJETJEM AKTA

ESMA je na podlagi poziva Komisije za strokovno mnenje opravil javno posvetovanje o morebitnih spremembah določb o raziskavah iz Delegirane direktive (EU) 2017/593 v okviru akta o kotiranju. Posvetovalni dokument⁵ je bil 28. oktobra 2024 objavljen na spletišču ESMA in je ostal odprt do 28. januarja 2025. ESMA je tudi zaprosil za nasvet interesno skupino za vrednostne papirje in trge, ustanovljeno v skladu s členom 37 Uredbe (EU) št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta.

Komisija se je od 17. decembra 2025 do 12. januarja 2026 o osnutku delegirane direktive posvetovala s strokovno skupino Evropskega odbora za vrednostne papirje. Prejete so bile tri pripombe, v katerih je bila izražena splošna podpora osnutku predloga.

Osnutek delegirane direktive je bil od 4. decembra 2025 do 1. januarja 2026 objavljen na portalu za boljše pravno urejanje s štiritedenskim obdobjem za povratne informacije v skladu z načeli, določenimi v Medinstitucionalnem sporazumu o boljši pripravi zakonodaje. Prejetih je bilo 12 pripomb. Prejete povratne informacije so se večinoma nanašale na pravila, ki veljajo za raziskave, ki jih investicijska podjetja plačajo iz lastnih sredstev, in raziskave, plačane z računa za plačilo raziskav. Nekateri deležniki so predlagali, da se v delegirani direktivi okrepijo in dopolnijo ustrezne določbe v zvezi z raziskavami, kot so bile uvedene z Direktivo (EU) 2024/2811.

Komisija je po skrbnem premisleku sklenila, da bi morale zahteve glede kakovosti, kot so določene v osnutku delegirane direktive in ki se bodo uporabljale za vse raziskave, ne glede na to, kako investicijska podjetja plačujejo za storitve izvrševanja in raziskav, predstavljati zadostno zaščito za zagotovitev ustrezne kakovosti raziskav. Zato Komisija meni, da nadaljnje spremembe osnutka delegirane direktive bodisi niso potrebne bodisi ne bi bile v skladu s spremembami iz Direktive (EU) 2024/2811. Poleg tega je ESMA predloge, kot je zahteva po primerjavi kakovosti raziskav enega ponudnika s kakovostjo raziskav drugih ponudnikov, že prej ocenil in zavrnil, saj naj bi bili preveč obremenjujoči in bi verjetno povzročili nepotrebno regulativno zapletenost za investicijska podjetja.

3. PRAVNI ELEMENTI DELEGIRANEGA AKTA

TA DELEGIRANA DIREKTIVA VSEBUJE ŠTIRI ČLENE.

- Člen 1 spreminja člen 13 Delegirane direktive (EU) 2017/593 in določa nova pravila, ki omogočajo skupna ali ločena plačila za storitve investicijskih raziskav in izvrševanja.
- Člen 2 določa časovni okvir, v katerem morajo države članice sprejeti zakone in druge predpise, potrebne za prenos novih pravil iz te delegirane direktive, ter datum začetka njihove uporabe.
- Člen 3 določa časovni okvir za začetek veljavnosti novih pravil iz te delegirane direktive.

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

- Člen 4 določa, da je ta delegirana direktiva naslovljena na vse države članice.

DELEGIRANA DIREKTIVA KOMISIJE (EU) .../...

z dne 20.2.2026

o spremembi Delegirane direktive (EU) 2017/593 v zvezi s pogoji za opravljanje storitev izvrševanja in raziskav s strani tretjih oseb za investicijska podjetja, ki opravljajo storitve upravljanja portfeljev ali druge investicijske ali pomožne storitve

(Besedilo velja za EGP)

EVROPSKA KOMISIJA JE –

ob upoštevanju Pogodbe o delovanju Evropske unije in zlasti člena 53(1) Pogodbe,

ob upoštevanju Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta⁶ in zlasti člena 24(13) Direktive,

ob upoštevanju naslednjega:

- (1) Z Direktivo (EU) 2024/2811 Evropskega parlamenta in Sveta⁷ je bila spremenjena Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta⁸, da bi se povečala privlačnost javnih kapitalskih trgov v Uniji za podjetja ter da bi se olajšal dostop do kapitala za mala in srednja podjetja, zlasti s spodbujanjem več investicijskih raziskav o teh podjetjih, s čimer bi se povečala njihova prepoznavnost in s tem možnosti za privabljanje potencialnih vlagateljev.
- (2) Z Direktivo (EU) 2024/2811 je bil spremenjen način, na katerega lahko investicijska podjetja plačujejo za storitve izvrševanja in raziskav, ki jih opravljajo tretje osebe, tako da se je tem podjetjem omogočila izbira med ločenim ali skupnim plačilom za te storitve. Taka prožnost priznava upravno breme, ki ga lahko organizacija ločenih plačil za storitve izvrševanja in raziskav pomeni za nekatera podjetja, ki se posledično odločijo, da ne bodo več ponujala ali uporabljala storitev raziskav, zlasti za mala podjetja in podjetja s srednje veliko tržno kapitalizacijo.
- (3) Delegirana direktiva (EU) 2017/593⁹ podrobneje določa samo zahteve, povezane s skupnim plačilom za storitve izvrševanja in raziskav. Upoštevati je treba dejstvo, da se lahko investicijska podjetja zdaj odločijo za skupno ali ločeno plačilo za te storitve in

⁶ UL L 173, 12.6.2014, str. 349.

⁷ Direktiva (EU) 2024/2811 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. oktobra 2024 o spremembi Direktive 2014/65/EU za povečanje privlačnosti javnih kapitalskih trgov v Uniji za podjetja in olajšanje dostopa do kapitala za mala in srednja podjetja ter razveljavitvi Direktive 2001/34/ES (UL L, 2024/2811, 14.11.2024, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/2811/oj>).

⁸ Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (UL L 173, 12.6.2014, str. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

⁹ Delegirana direktiva Komisije (EU) 2017/593 z dne 7. aprila 2016 o dopolnitvi Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z zaščito finančnih instrumentov in sredstev, ki pripadajo strankam, obveznostmi glede upravljanja produktov in pravili, ki se uporabljajo za zagotavljanje ali prejemanje pristojbin, provizij ali kakršnih koli denarnih ali nedenarnih koristi (UL L 87, 31.3.2017, str. 500, ELI: http://data.europa.eu/eli/dir_del/2017/593/oj).

da bi se morale v obeh primerih uporabljati zahteve v zvezi z oceno kakovosti raziskav.

- (4) Prožnost, zagotovljena investicijskim podjetjem v zvezi z načinom plačevanja, ne bi smela posegati v obveznost teh podjetij, da delujejo pošteno, pravično in profesionalno v skladu z najboljšimi interesi svojih strank. Zato bi bilo treba od teh investicijskih podjetij zahtevati, da ocenjujejo kakovost raziskav, ki jih uporabljajo ali ponujajo, za zagotovitev, da so raziskave, ki jim jih zagotovi tretja oseba, kakovostne in lahko prispevajo k boljši naložbeni odločitvi, s čimer je zagotovljena dodana vrednost za končnega vlagatelja.
- (5) Investicijska podjetja, ki prejmejo raziskave, bi morala vsako leto oceniti kakovost teh raziskav. Za zagotovitev, da raziskave učinkovito prispevajo k boljši naložbeni odločitvi v skladu z naložbeno strategijo, ki se uporablja za portfelj stranke, bi morala investicijska podjetja to storiti na podlagi zanesljivih meril kakovosti. Kadar letna ocena pokaže, da je kakovost raziskav pomanjkljiva ali da so neuporabne ali ne prispevajo k boljši naložbeni odločitvi, bi morala zadevna investicijska podjetja razmisliti o ukrepih za izboljšanje stanja, vključno z zahtevo, da tretji ponudnik raziskav izboljša kakovost raziskav, prenehanjem uporabe ali distribucije raziskav nezadostne kakovosti ali izbiro drugega ponudnika raziskav.
- (6) Strokovno mnenje o pravilih, določenih v tej delegirani direktivi, je na zahtevo prispeval Evropski organ za vrednostne papirje in trge, ustanovljen z Uredbo (EU) št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta¹⁰.
- (7) Da bi se pristojni organi in investicijska podjetja lahko prilagodili novim zahtevam z namenom njihove učinkovite in uspešne uporabe, bi bilo treba datum prenosa in datum začetka uporabe te delegirane direktive uskladiti z datumom prenosa oziroma datumom začetka uporabe Direktive (EU) 2024/2811.
- (8) Delegirano direktivo (EU) 2017/593 bi bilo zato treba ustrezno spremeniti –

SPREJELA NASLEDNJO DIREKTIVO:

Člen 1

Spremembe Delegirane direktive (EU) 2017/593

Delegirana direktiva (EU) 2017/593 se spremeni:

- (1) člen 13 se spremeni:
 - (a) odstavek 1 se nadomesti z naslednjim:

„1. Države članice zagotovijo, da investicijska podjetja, ki upravljajo ločen račun za plačilo raziskav iz člena 24(9a), točka (d)(ii), Direktive 2014/65/EU, izpolnjujejo naslednje pogoje v zvezi z upravljanjem računa:

 - (a) račun za plačilo raziskav se financira iz posebne dajatve za raziskave, zaračunane stranki;

¹⁰ Uredba (EU) št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa (Evropski organ za vrednostne papirje in trge) in o spremembi Sklepa št. 716/2009/ES ter razveljavitvi Sklepa Komisije 2009/77/ES (UL L 331, 15.12.2010, str. 84, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

- (b) investicijska podjetja v okviru vzpostavitve računa za plačilo raziskav in dogovarjanja s strankami o višini dajatve za raziskave določijo in redno ocenjujejo proračun za raziskave kot notranji upravni ukrep;
 - (c) investicijsko podjetje je odgovorno za račun za plačilo raziskav;“;
- (b) vstavi se naslednji odstavek 1a:

„1a. Države članice zagotovijo, da investicijska podjetja, ki uporabljajo račun za plačilo raziskav iz odstavka 1, svojim strankam zagotovijo naslednje informacije:

- (a) preden zagotovijo investicijske storitve strankam, informacije o proračunsko določenem znesku za raziskave in znesku ocenjene dajatve za raziskave za vsako stranko;
 - (b) letne informacije o skupnih stroških, ki jih je imelo investicijsko podjetje v zvezi z raziskavami, ki so jih opravile tretje osebe.“;
- (c) odstavki 2 do 7 se nadomestijo z naslednjim:

„2. Države članice zagotovijo, da investicijska podjetja, ki se odločijo za ločeno plačevanje storitev izvrševanja in raziskav ter upravljajo račun za plačilo raziskav iz odstavka 1, na zahtevo svojih strank ali pristojnih organov zagotovijo vse naslednje informacije:

- (a) seznam ponudnikov, plačanih s tega računa za plačilo raziskav;
- (b) skupni znesek, plačan navedenim ponudnikom v določenem obdobju;
- (c) koristi in storitve, ki jih je investicijsko podjetje prejelo od teh ponudnikov;
- (d) primerjavo skupnega zneska, porabljenega z računa za plačilo raziskav, s proračunom, ki ga je investicijsko podjetje določilo za navedeno obdobje, pri čemer se navedejo kakršni koli popusti ali prenosi, če na računu ostanejo sredstva.

Za namene odstavka 1, točka (a), države članice zagotovijo, da ocenjena dajatev za raziskave:

- (a) temelji samo na proračunu za raziskave, ki ga določi investicijsko podjetje za raziskave, ki jih opravijo tretje osebe, potrebne za opravljanje investicijskih storitev za stranke tega investicijskega podjetja;
- (b) ni povezana z obsegom ali vrednostjo poslov, ki se izvajajo v imenu strank.

3. Države članice zagotovijo, da investicijska podjetja, ki se odločijo za ločeno plačevanje storitev izvrševanja in raziskav ter upravljajo račun za plačilo raziskav iz odstavka 1:

- (a) za vsako operativno ureditev za pobiranje dajatev strank za raziskave navedejo ločeno opredeljivo dajatev za raziskave;
- (b) v celoti izpolnjujejo pogoje iz odstavkov 1 in 1a.

4. Države članice v zvezi z investicijskimi podjetji, ki se odločijo za ločeno plačevanje storitev izvrševanja in raziskav ter upravljajo račun za plačilo raziskav iz odstavka 1, zagotovijo, da skupni znesek dajatev za raziskave, ki ga prejmejo, ne presega njihovega proračuna za raziskave.

5. Države članice zagotovijo, da se investicijska podjetja, ki se odločijo za ločeno plačevanje storitev izvrševanja in raziskav ter upravljanje ločenega računa za plačilo raziskav iz odstavka 1, s svojimi strankami v sporazumu o upravljanju ali splošnih pogojih poslovanja dogovorijo o dajatvi za raziskave, kot jo je v proračunu predvidelo investicijsko podjetje, in pogostosti, s katero se bo določena dajatev za raziskave med letom odštela od sredstev stranke.

Države članice zagotovijo, da investicijska podjetja svoj proračun za raziskave povečajo šele potem, ko svojim strankam zagotovijo jasne informacije o takih načrtovanih povečanjih.

Države članice zagotovijo, da imajo investicijska podjetja vzpostavljen postopek za povrnitev morebitnega presežka na računu za plačilo raziskav svojim strankam na koncu obdobja ali za njegovo izravnavo s proračunom in dajatvijo za raziskave, izračunanima za naslednje obdobje.

6. Države članice zagotovijo, da so investicijska podjetja, ki se odločijo za ločeno plačevanje storitev izvrševanja in raziskav ter upravljajo račun za plačilo raziskav iz odstavka 1, izključno odgovorna za upravljanje proračuna za raziskave iz odstavka 1, točka (b).

Države članice zagotovijo, da proračun za raziskave iz odstavka 1, točka (b), temelji na razumni oceni potreb po raziskavah, ki jih opravijo tretje osebe.

Države članice zagotovijo, da v zvezi s sredstvi v proračunu za raziskave, dodeljenimi za nakup raziskav, ki jih opravijo tretje osebe, investicijsko podjetje izvaja takšne kontrole, višje vodstvo pa takšen nadzor, kot se štejejo za objektivno primerne za zagotovitev, da se proračun za raziskave upravlja in uporablja v najboljšem interesu strank investicijskega podjetja. Države članice zagotovijo, da navedene kontrole vključujejo jasno revizijsko sled plačil ponudnikom raziskav in načinov določitve plačanih zneskov ob upoštevanju meril kakovosti iz odstavka 10, prvi pododstavek. Države članice zagotovijo, da investicijska podjetja proračuna za raziskave in računa za plačilo raziskav ne uporabljajo za financiranje notranjih raziskav.

7. Za namene odstavka 1, točka (c), države članice zagotovijo, da lahko investicijska podjetja prenesejo upravljanje računa za plačilo raziskav na tretjo osebo pod pogojem, da taka ureditev olajša nakup raziskav, ki jih opravijo tretje osebe, in plačilo ponudnikom raziskav v imenu investicijskega podjetja brez nepotrebnega odlašanja v skladu z navodili investicijskega podjetja.“;

(d) odstavek 8 se črta;

(e) doda se naslednji odstavek 10:

„10. Države članice zagotovijo, da ne glede na to, kako investicijska podjetja plačujejo za storitve izvrševanja in raziskav, njihova letna ocena raziskav, ki se zahteva v skladu s členom 24(9a), točka (c), Direktive 2014/65/EU, temelji na zanesljivih merilih kakovosti, ki podjetjem omogočajo, da objektivno ocenijo kakovost, uporabnost in vrednost raziskav ter njihovo zmožnost, da prispevajo k boljšim naložbenim odločitvam.

Države članice zagotovijo, da investicijska podjetja sprejmejo potrebne popravne ukrepe, kadar ocene razkrijejo pomanjkanje kakovosti, uporabnosti in vrednosti raziskav ali nezadosten prispevek raziskav k boljšim naložbenim odločitvam.“;

Člen 2

Prenos v nacionalno zakonodajo

Države članice sprejmejo in objavijo zakone in druge predpise, potrebne za uskladitev s to direktivo, najpozneje do 5. junija 2026. Besedilo teh predpisov takoj sporočijo Komisiji.

Navedene predpise uporabljajo od 6. junija 2026.

Države članice se v sprejetih predpisih sklicujejo na to direktivo ali pa sklic nanjo navedejo ob njihovi uradni objavi. Način sklicevanja določijo države članice.

Države članice sporočijo Komisiji besedilo temeljnih določb nacionalne zakonodaje, sprejete na področju, ki ga zajema ta direktiva.

Člen 3

Začetek veljavnosti

Ta direktiva začne veljati dvajseti dan po objavi v *Uradnem listu Evropske unije*.

Člen 4

Naslovniki

Ta direktiva je naslovljena na države članice.

V Bruslju, 20.2.2026

Za Komisijo
Predsednica
Ursula VON DER LEYEN