

Bruselj, 26. maj 2026
(OR. en)

9701/26
COR 1 ADD 1

EF 160
ECOFIN 674
DELECT 91

SPREMNI DOPIS

Pošiljatelj: za generalno sekretarko Evropske komisije:
direktorica Martine DEPREZ

Prejemnik: Thérèse BLANCHET, generalna sekretarka Sveta Evropske unije

Št. dok. Kom.: C(2026) 3226 annex

Zadeva: PRILOGA
k
DELEGIRANI UREDBI KOMISIJE (EU) .../...
o dopolnitvi Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta v
zvezi z regulativnimi tehničnimi standardi za določitev kodeksa ravnanja
EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj

Delegacije prejmejo priloženi dokument C(2026) 3226 annex.

Priloga: C(2026) 3226 annex



Bruselj, 21.5.2026
C(2026) 3226 final

ANNEX

PRILOGA

k

DELEGIRANI UREDBI KOMISIJE (EU) .../...

**o dopolnitvi Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z
regulativnimi tehničnimi standardi za določitev kodeksa ravnanja EU za raziskave, ki
jih naroči izdajatelj**

PRILOGA

Kodeks ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj

Določilo 1

1. Investicijske raziskave se lahko označijo kot „raziskave, ki jih je naročil izdajatelj“ samo, če so pripravljene v skladu z zahtevami, določenimi v nadaljevanju.
2. Raziskave z oznako „raziskava, ki jo naroči izdajatelj“, ne zajemajo poročil o trgovanju in drugih posebnih storitev trgovalnega svetovanja, ki so neločljivo povezane z izvršitvijo posla s finančnimi instrumenti, ki ne pomenijo naložbenega priporočila, kot je opredeljeno v členu 3, točka 35, Uredbe (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta.

Določilo 2

Politika in ukrepi za prepoznavanje, preprečevanje, obvladovanje in razkritje nasprotij interesov

1. Ponudniki raziskav, ki jih naroči izdajatelj, so vzpostavili, izvajajo in vzdržujejo učinkovito politiko nasprotij interesov v zvezi z raziskavami, ki jih naroči izdajatelj. Politika določa ukrepe, ki jih ponudniki sprejmejo za prepoznavanje, preprečevanje, obvladovanje in razkritje nasprotij interesov.
2. Ponudniki raziskav, ki jih naroči izdajatelj, so vzpostavili in posodablajo register vseh ugotovljenih obstoječih in morebitnih nasprotij interesov v zvezi z raziskavami ter vseh ukrepov, sprejetih za preprečevanje ali obvladovanje teh nasprotij.
3. Kadar je ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, seznanjen z morebitno kršitvijo politike glede nasprotij interesov ali jo prepozna, ta ponudnik izvede preiskavo ter izdajatelja brez nepotrebnega odlašanja obvesti o morebitni kršitvi in ukrepih, sprejetih za preprečitev ali po potrebi odpravo take kršitve ali njeno ustrezno obvladovanje.
4. Ponudniki raziskav, ki jih naroči izdajatelj, vsaj enkrat letno ocenijo in redno pregledujejo svojo politiko glede nasprotij interesov.

Določilo 3

Objektivnost in neodvisnost raziskav, ki jih naroči izdajatelj

1. Sponzorirana narava raziskav, ki jih naroči izdajatelj, ne ogroža njihove neodvisnosti in objektivnosti.
2. Ponudniki raziskav, ki jih naroči izdajatelj, izvajajo ustrezne organizacijske ureditve za (i) raziskovalne analitike, ki sodelujejo pri pripravi raziskav, ki jih naroči izdajatelj, in (ii) druge osebe, katerih odgovornosti ali poslovni interesi bi lahko bili v nasprotju z interesi oseb, katerim se dajo na razpolago raziskave, ki jih naroči izdajatelj. Take organizacijske ureditve zagotavljajo, da se raziskave, ki jih naroči izdajatelj, pripravijo dovolj neodvisno in objektivno ter pod enakimi pogoji, kot se uporabljajo za raziskave, ki jih ne naroči izdajatelj.
3. Organizacijske ureditve iz odstavka 2 zagotavljajo vsaj, da:
 - (a) ni razlik med:
 - (i) usposobljenostjo analitikov, ki se ukvarjajo z raziskavami, ki jih naroči izdajatelj, in tistih, ki se ukvarjajo z raziskavami, ki jih ne naroči izdajatelj;

- (ii) viri, ki so na voljo za pripravo raziskav, ki jih naroči izdajatelj, in viri, ki so na voljo za pripravo raziskav, ki jih ne naroči izdajatelj;
 - (iii) vrsto vsebine raziskav, ki jih naroči izdajatelj, in vsebine raziskav, ki jih ne naroči izdajatelj, tudi kadar ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, distribuira obe vrsti raziskav pod dvema različnima blagovnima znamkama;
- (b) raziskovalni analitiki in druge osebe, ki sodelujejo pri pripravi raziskav, ki jih naroči izdajatelj, ne izvajajo osebnih poslov ali trgovanja, razen, kadar je ustrezno, kot vzdrževalci trga, ki delujejo v dobri veri in v okviru običajnega poteka vzdrževanja trga ali izvrševanja nezahtevanih naročil strank, v imenu katere koli druge osebe, vključno z investicijskim podjetjem, s finančnimi instrumenti, na katere se nanašajo raziskave, ki jih naroči izdajatelj, ali s katerimi koli povezanimi finančnimi instrumenti, če poznajo verjeten čas ali vsebino navedenih raziskav, ki jih naroči izdajatelj, ki niso javno objavljene ali na voljo strankam, ki bi se jim morale dati na razpolago, in o katerih ni mogoče zlahka sklepati na podlagi informacij, ki so na voljo, dokler prejemniki raziskav, ki jih je naročil izdajatelj, nimajo razumne priložnosti, da ukrepajo na njihovi podlagi;
 - (c) v okoliščinah, ki niso zajete v točki (b), raziskovalni analitiki in druge osebe, ki sodelujejo pri pripravi raziskav, ki jih naroči izdajatelj, ne izvajajo osebnih poslov ali trgovanja s finančnimi instrumenti, na katere se nanašajo raziskave, ki jih naroči izdajatelj, ali s katerimi koli drugimi povezanimi finančnimi instrumenti, razen v izjemnih okoliščinah in na podlagi predhodne odobritve člana pravne funkcije ali funkcije zagotavljanja skladnosti ponudnika raziskav, ki jih naroči izdajatelj;
 - (d) raziskovalni analitiki, ki sodelujejo pri pripravi raziskav, ki jih naroči izdajatelj, in druge osebe, katerih odgovornosti ali poslovni interesi bi lahko bili v nasprotju z interesi oseb, ki se jim dajo na razpolago raziskave, ki jih naroči izdajatelj, so fizično ločeni ali pa, če se to ne šteje za primerno glede na velikost in organiziranost podjetja ter naravo, obseg in zapletenost njegovega poslovanja, so vzpostavljene druge ustrezne prepreke za pretok informacij;
 - (e) ponudniki raziskav, ki jih naroči izdajatelj, raziskovalni analitiki in druge osebe, ki sodelujejo pri pripravi raziskav, ki jih naroči izdajatelj, izdajatelju ne obljublajo ugodnih raziskav;
 - (f) pred dajanjem raziskav, ki jih naroči izdajatelj, na razpolago izdajatelji in zadevne osebe, ki niso raziskovalni analitiki, ne smejo pregledati osnutka raziskave, ki jo naroči izdajatelj, za namene preverjanja točnosti dejstev, navedenih v raziskavi, ali za kateri koli drugi namen razen preverjanja skladnosti s pravnimi obveznostmi podjetja, če osnutek vsebuje priporočilo ali ciljno ceno;
 - (g) raziskovalni analitik, ki pripravlja raziskave, ki jih naroči izdajatelj, je odgovoren za odnose z mediji in vsebino objav v družbenih medijih ter za zagotavljanje, da so vsi novinarji, s katerimi lahko ta analitik pride v stik, sistematično opozorjeni, da z izdajateljem obstaja pogodba o raziskavah, ki jih naroči izdajatelj;
 - (h) raziskovalni analitiki niso neposredno ali posredno vključeni v komercialno nagovarjanje ali pogodbeno pogajanje z izdajateljem, razen v interakcije, ki so

potrebne, da izdajatelj oceni strokovno znanje analitikov na določenem področju, ali pa, kadar je takšna ločitev nalog nesorazmerna z velikostjo in organizacijo ponudnika raziskav, ki jih naroči izdajatelj, ali z naravo, obsegom in zapletenostjo njegovega poslovanja, obstajajo drugi ustrezni ukrepi za preprečevanje ali obvladovanje nasprotij interesov, ki se pojavijo v teh primerih.

Izraz „povezani finančni instrument“ v tem določilu pomeni vsak finančni instrument, na ceno katerega bistveno vplivajo gibanja cen drugega finančnega instrumenta, ki je predmet raziskave, ki jo naroči izdajatelj.

4. Kadar ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, za celotno analizo ali njen del uporabi tretjega analitika, ta ponudnik zagotovi, da ta tretji analitik izpolnjuje zahteve iz tega določila in določila 2 tega kodeksa ravnanja EU.
5. Izdajatelj ali katera koli oseba, ki deluje v njegovem imenu, ne sprejme nobenega neposrednega ali posrednega ukrepa, ki bi vplival na ponudnika raziskav, ki jih naroči izdajatelj, njegove zaposlene ali podizvajalce in katerega namen bi bil vplivati na vsebino raziskav.

Določilo 4

Identifikacija raziskav, ki jih naroči izdajatelj, in obvezne informacije

1. Ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, na vidnem mestu, tudi v primeru elektronske komunikacije, prikaže vse naslednje:
 - (a) besede „raziskava, ki jo je naročil izdajatelj“ in jasno navedbo, da je raziskava pripravljena v skladu s tem kodeksom ravnanja EU na prvi strani in na vseh naslovnicaх analize;
 - (b) besede „raziskava, ki jo je naročil izdajatelj“ na vseh straneh te analize.
2. Raziskave, ki jih naroči izdajatelj, vključujejo kratek povzetek, v katerem je navedeno vse naslednje:
 - (a) ali je izdajatelj delno ali v celoti plačal za te raziskave in ali so bile raziskave, ki jih je naročil izdajatelj, izvedene v skladu s tem kodeksom ravnanja EU;
 - (b) ali se raziskave, ki jih naroči izdajatelj, štejejo za kar koli od naslednjega:
 - (i) „javne“ in dostopne vsem vlagateljem v skladu z določilom 6 tega kodeksa ravnanja EU;
 - (ii) „pridržano za nedoločen čas“ ali „pridržano do „dd. mm. llll“ in posledično trajno ali do določenega datuma dostopno samo vlagateljem, ki so prispevali k plačilu za navedeno raziskavo;
 - (c) kje je mogoče najti politiko ponudnika raziskav, ki jih naroči izdajatelj, glede nasprotij interesov;
 - (d) ali prihodki, ustvarjeni s (i) plačilom izdajatelja ponudniku raziskav, (ii) drugimi viri prihodkov, povezanimi z izdajateljem, ali (iii) raziskavami, ki jih naroči izdajatelj, predstavljajo več kot 5 % konsolidiranih bruto prihodkov ponudnika raziskav, ki jih naroči izdajatelj, v prejšnjem poslovnem letu. V tem primeru se navede ustrezen odstotek in sprejmejo ukrepi v skladu z določilom 2 tega kodeksa ravnanja EU za preprečevanje ali obvladovanje posebnega nasprotja interesov, ki nastane;

- (e) kadar ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, uporablja raziskovalnega analitika, ki je tretja oseba, ali prihodki, ustvarjeni z navedenimi raziskavami, ki jih naroči izdajatelj, predstavljajo (i) več kot 5 % konsolidiranih bruto prihodkov ponudnika raziskav, ki jih naroči izdajatelj, v prejšnjem poslovnem letu ali (ii) več kot 5 % konsolidiranih bruto prihodkov analitika, ki je tretja oseba, v prejšnjem poslovnem letu ali (iii) oboje. V tem primeru se navedejo ustrezni odstotki in sprejmejo ukrepi v skladu z določilom 2 tega kodeksa ravnanja EU za preprečevanje ali obvladovanje posebnega nasprotja interesov, ki nastane;
- (f) ali je izdajatelj stranka ponudnika raziskav, ki jih naroči izdajatelj, oziroma je ali je bil v preteklosti v pogodbenem razmerju s tem ponudnikom raziskav, ki jih naroči izdajatelj, vključno z ureditvijo zagotavljanja likvidnosti, v zadnjih dvanajstih mesecih pred datumom raziskave, ki jo naroči izdajatelj; v tem primeru ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, opiše naravo tega poslovnega ali pogodbenega razmerja.

Določilo 5

Trajanje pogodbe in plačilo za raziskave, ki jih naroči izdajatelj

1. Začetno trajanje pogodbe, o kateri se dogovorita izdajatelj in ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, je vsaj dve leti. Vsako podaljšanje tega začetnega trajanja je vsaj za eno leto.
2. Pogodba iz odstavka 1 lahko vključuje določbe, ki omogočajo predčasno prekinitve navedene pogodbe, če ta predčasna prekinitve temelji na objektivnih merilih, tudi kadar:
 - (a) se delnice izdajatelja umaknejo iz kotacije;
 - (b) izdajatelj večkrat ne plača ponudniku raziskav;
 - (c) ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, izdajatelju ne predloži raziskav ali jih predloži s sistematičnimi zamudami.

Izdajatelj ne sme predčasno prekiniti pogodbe na podlagi tega, da ni zadovoljen z vsebino ali priporočilom raziskave, ki jo je naročil.

3. Izdajatelj in ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, se nista dogovorila o ureditvi glede plačila, ki bi lahko ogrozila objektivnost ali neodvisnost ponudnika raziskav, ki jih naroči izdajatelj. Plačilo ne vsebuje variabilnih sestavin, ki so neposredno ali posredno povezane z vsebino raziskave, ki jo naroči izdajatelj.
4. Izdajatelj ponudniku raziskav, ki jih naroči izdajatelj, plača vsaj 50 % letnega plačila čim prej po podpisu pogodbe in ob vsaki obletnici sklenitve pogodbe.

Določilo 6

Dajanje raziskav, ki jih naroči izdajatelj, na razpolago

Izdajatelj, ki v celoti plača raziskave, ki jih naroči, omogoči dostop do teh raziskav ali omogoči, da so te raziskave javnosti dostopne brezplačno. V tem kodeksu ravnanja EU se šteje, da izdajatelj v celoti plača za raziskave, če je ponudniku raziskav, ki jih naroči izdajatelj, s pogodbo prepovedano ponujati te raziskave v zameno za plačilo komur koli razen izdajatelju.

Določilo 7

Posodobitev raziskav, ki jih naroči izdajatelj

Med trajanjem pogodbe si ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, po najboljših močeh prizadeva objaviti posodobitev teh raziskav čim prej po objavi vseh pomembnih informacij, ki

bi lahko pomembno vplivale na finančne instrumente, zajete v teh raziskavah. Pri objavi takih posodobitev ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, spremeni oznako raziskave iz „raziskava, ki jo je naročil izdajatelj“, v „tržno sporočilo“, takoj ko ugotovi, da raziskava ne izpolnjuje več zahtev iz tega kodeksa ravnanja EU.

Določilo 8

Informacije, izmenjane z investicijskimi podjetji, ki uporabljajo raziskave, ki jih naroči izdajatelj

1. Ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, na zahtevo investicijskih podjetij, ki uporabljajo te raziskave ali ki te raziskave dajo na voljo svojim strankam, da na voljo vse informacije, potrebne za oceno, ali so raziskave, ki jih naroči izdajatelj, pripravljene v skladu s tem kodeksom ravnanja EU. Te informacije vključujejo:
 - (a) povzetek pogodbe med izdajateljem in ponudnikom raziskav, ki jih naroči izdajatelj, vključno s tem, kako ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, zagotavlja, da dogovori o plačilu z izdajateljem ne ogrožajo objektivnosti in neodvisnosti raziskav;
 - (b) ustrezne podrobnosti o politiki glede nasprotij interesov in registru, v katerem so evidentirana vsa prepoznana obstoječa in morebitna nasprotja interesov, ter ukrepov za preprečevanje ali obvladovanje takih nasprotij.

Določilo 9

Hramba evidenc

1. Ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, vodi vsaj naslednje evidence:
 - (a) pogodbo med izdajateljem in ponudnikom raziskav, ki jih naroči izdajatelj, vključno z vsemi veljavnimi ureditvami glede plačila;
 - (b) evidence o opravljenih ali prejetih plačilih med izdajateljem in ponudnikom raziskav, ki jih naroči izdajatelj;
 - (c) informacije, vključno z njihovimi viri, ki se uporabljajo za pripravo raziskav, ki jih naroči izdajatelj;
 - (d) vse raziskave, ki jih naroči izdajatelj, ki jih pripravi ali objavi ali kako drugače da na razpolago ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, vključno s ciljnimi cenami in priporočili glede nakupa, prodaje ali držanja;
 - (e) vse informacije o nasprotjih interesov iz določila 2 tega kodeksa ravnanja EU.
2. Ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, hrani evidence iz odstavka 1 na mediju, ki omogoča dostop do informacij za poznejšo uporabo in njihovo pridobivanje na zahtevo investicijskih podjetij, ki so jim bile distribuirane raziskave, ki jih naroči izdajatelj, in s soglasjem ponudnika raziskav, ki jih naroči izdajatelj, ali kadar to zahteva zakonodaja.
3. Ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, hrani evidence v skladu s tem določilom najmanj pet let.

Določilo 10

Raziskave, ki jih naroči izdajatelj, in naložbena priporočila

Ponudniki raziskav, ki jih naroči izdajatelj, zagotovijo skladnost z zahtevami iz člena 20(1) Uredbe (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta¹ ter Delegirane uredbe Komisije (EU) 2016/958², ki se uporabljajo za naložbena priporočila, kot so opredeljena v členu 3, točka 35, Uredbe (EU) št. 596/2014.

¹ Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga (uredba o zlorabi trga) ter razveljavitvi Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter direktiv Komisije 2003/124/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES (UL L 173, 12.6.2014, str. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>).

² Delegirana uredba Komisije (EU) 2016/958 z dne 9. marca 2016 o dopolnitvi Uredbe (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z regulativnimi tehničnimi standardi za tehnične rešitve za objektivno predstavitev naložbenih priporočil ali drugih informacij, s katerimi se priporoča ali predlaga naložbena strategija, ter za razkritje posameznih interesov ali navedb nasprotja interesov (UL L 160, 17.6.2016, str. 15, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/958/oj).