



Bruxelles, den 26. maj 2026
(OR. en)

9701/26

EF 160
ECOFIN 674

FØLGESKRIVELSE

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

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

Komm. dok. nr.: C(2026) 3226 final

Vedr.: KOMMISSIONENS DELEGEREDE FORORDNING (EU) .../... af 21.5.2026 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på at udarbejde en EU-adfærdskodeks for udstedersponsorerede analyser

Hermed følger til delegationerne dokument C(2026) 3226 final.

Bilag: C(2026) 3226 final



Bruxelles, den 21.5.2026
C(2026) 3226 final

KOMMISSIONENS DELEGEREDE FORORDNING (EU) .../...

af 21.5.2026

om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på at udarbejde en EU-adfærdskodeks for udstedersponsorerede analyser

(EØS-relevant tekst)

BEGRUNDELSE

1. BAGGRUND FOR DEN DELEGEREDE RETSAKT

Investeringsanalyser er afgørende for at give investorer et bedre overblik over virksomheder, navnlig mindre virksomheder, så de kan træffe kvalificerede investeringsbeslutninger. Indtil videre er kun et mindre antal virksomheder i EU, herunder små og mellemstore virksomheder (SMV'er), omfattet af investeringsanalyser. På trods af ændringer af direktiv 2014/65/EU ("MiFID II")¹, der blev indført ved direktiv (EU) 2021/338² ("genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne") for at tilskynde til udvikling af flere analyser af SMV'er, er nedgangen i antallet af investeringsanalyser i EU fortsat. Derfor ændrede direktiv (EU) 2024/2811³ (som er en del af "lovgivningspakken om børsnotering") MiFID II for yderligere at tilskynde til anvendelse af analyser ved i) at give større fleksibilitet med hensyn til, hvordan investeringsselskaber kan betale for investeringsanalyser og ordredudførelsestjenester, og ii) fremme udarbejdelsen af udstedersponsorerede investeringsanalyser af høj kvalitet (dvs. investeringsanalyser, der betales af virksomheder). Hidtil har man ikke udarbejdet udstedersponsorerede investeringsanalyser i EU, fordi analyserne ikke er blevet anset for at være tilstrækkeligt objektive. Dette skyldes risikoen for, at interessekonflikter mellem de virksomheder, der er omfattet af analyserne, og leverandørerne af sådanne analyser ikke vil blive håndteret korrekt.

Direktiv (EU) 2024/2811 giver Kommissionen beføjelse til at vedtage de reguleringsmæssige tekniske standarder, der er udarbejdet af Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA), for en EU-adfærdskodeks for udstedersponsorerede analyser⁴. Formålet med disse reguleringsmæssige tekniske standarder er at tilskynde til en bredere anvendelse af udstedersponsorerede analyser af høj kvalitet og samtidig finde den rette balance mellem regulering og fjernelse af hindringer for udstedere.

I henhold til de reguleringsmæssige tekniske standarder skal investeringsselskaber, inden de anvender udstedersponsorerede analyser eller distribuerer dem til deres kunder, først vurdere, om sådanne analyser er udarbejdet i overensstemmelse med EU's regler om god forretningsskik (EU's adfærdskodeks for udstedersponsorerede analyser). De reguleringsmæssige tekniske standarder sikrer også, at betegnelsen "udstedersponsorerede analyser" kun anvendes til investeringsanalyser, der betales af den virksomhed, der er genstand for disse analyser, og som er udarbejdet i overensstemmelse med EU's adfærdskodeks for udstedersponsorerede analyser.

I de reguleringsmæssige tekniske standarder præciseres de oplysninger, som investeringsselskaber bør indhente, når de anvender udstedersponsorerede analyser eller

¹ 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>).

² 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>).

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 [ESMA35-335435667-5921 - Consultation Paper on RTS on Code of conduct for issuer-sponsored research.pdf](https://www.esma.europa.eu/press-material/consultation-papers/consultation-paper-on-RTS-on-code-of-conduct-for-issuer-sponsored-research).

udleverer dem til deres kunder, således at de kan vurdere disse analyser. Oplysningerne og vurderingerne skal navnlig omfatte:

- organisatoriske foranstaltninger og ordninger indført af udbydere af udstedersponsorerede analyser for at sikre, at interessekonflikter håndteres korrekt, og at udstedersponsorerede analyser udarbejdes tilstrækkeligt uafhængigt og objektivt i overensstemmelse med de regler, der gælder for analyser, der ikke er udstedersponsorerede
- oplysninger om, hvorvidt udstedersponsorerede analyser betales helt eller delvist af udstederen, og den procentdel af omsætningen, som analyserne genererer for udbyderen
- oplysninger om forholdet mellem udstederen og udbyderen af udstedersponsorerede analyser og dets varighed, herunder opsigelsesbetingelser og vederlag
- oplysninger om, hvorvidt de udstedersponsorerede analyser offentliggøres
- oplysninger om, hvorvidt udstedersponsorerede analyser, der er udarbejdet i overensstemmelse med EU's adfærdskodeks, er behørigt betegnet som sådanne.

2. HØRINGER FORUD FOR RETSAKTENS VEDTAGELSE

ESMA gennemførte en offentlig høring om indholdet af en EU-adfærdskodeks for udstedersponsorerede analyser⁵ under hensyntagen til eventuelle eksisterende nationale adfærdskodekser for udstedersponsorerede analyser. Med henblik herpå udpegede ESMA en enkelt eksisterende adfærdskodeks, der er udarbejdet i Frankrig under navnet "Charter for god praksis vedrørende sponsorerede analyser".

Høringen fandt sted fra den 18. december 2024 til den 18. marts 2025. ESMA modtog i alt 30 svar. Den 22. oktober 2025 forelagde ESMA Kommissionen sin endelige rapport om reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på udarbejdelse af en EU-adfærdskodeks for udstedersponsorerede analyser⁶. ESMA gennemførte en cost-benefit-analyse, som indgik i den endelige rapport sammen med resultatet af høringsaktiviteterne.

3. JURIDISKE ASPEKTER AF DEN DELEGEREDE RETSAKT

- Ved artikel 1 indføres der nye definitioner af "udstedersponsorerede analyser", "analytiker" og "leverandør af analyse".
- Ved artikel 2:
 - i) fastsættes et investeringsselskabs forpligtelse til at indhente oplysninger med henblik på at vurdere, om analyser, der er betegnet som udstedersponsorerede analyser, er i overensstemmelse med den EU-adfærdskodeks, der er fastsat i bilaget til denne forordning
 - ii) forbydes investeringsselskaber at distribuere analyser, der betegnes som udstedersponsorerede analyser, hvis de ikke indhenter de oplysninger, der er nødvendige for at vurdere, om analyserne er i overensstemmelse med EU-adfærdskodeksen for udstedersponsorerede analyser

⁵ [ESMA35-335435667-5921 - Consultation Paper on RTS on Code of conduct for issuer-sponsored research.pdf](#).

⁶ [ESMA35-335435667-6537 Final Report on Draft regulatory technical standards for the establishment of an EU code of conduct for issuer-sponsored research.](#)

- iii) præciseres det, hvordan investeringsselskaber kan vurdere, om udstedersponsorerede analyser er i overensstemmelse med EU's adfærdskodeks, når de benytter en tredjepart.
- I artikel 3 fastsættes det, hvornår denne forordning træder i kraft, og hvornår den begynder at finde anvendelse.

KOMMISSIONENS DELEGEREDE FORORDNING (EU) .../...

af 21.5.2026

om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på at udarbejde en EU-adfærdskodeks for udstedersponsorerede analyser

(EØS-relevant tekst)

EUROPA-KOMMISSIONEN HAR –

under henvisning til traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde,

under henvisning til 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/EU⁷, særlig artikel 24, stk. 3c, og

ud fra følgende betragtninger:

- (1) For at sikre anerkendelse af betegnelsen udstedersponsorerede analyser og pålideligheden af udstedersponsorerede analyser indføres der med EU-adfærdskodeksen for udstedersponsorerede analyser en harmoniseret definition af udstedersponsorerede analyser, som begrænser anvendelsen af denne betegnelse til investeringsanalyser, som den pågældende virksomhed helt eller delvist har betalt for, og som er i overensstemmelse med EU-adfærdskodeksen for udstedersponsorerede analyser. Definitionen udelukker handelskommentarer og andre skræddersyede handelsrådgivningstjenester, der er uløseligt forbundet med gennemførelsen af en transaktion i finansielle instrumenter, da de ikke udgør en investeringsanbefaling som defineret i artikel 3, nr. 35), i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014⁸.
- (2) For at sikre, at udstedersponsorerede analyser indeholder en uafhængig, objektiv og pålidelig anbefaling om værdien af eller kursen på finansielle instrumenter, bør investeringsselskaber, der anvender udstedersponsorerede analyser eller udleverer dem til deres kunder, sikre, at sådanne analyser udarbejdes i overensstemmelse med EU-adfærdskodeksen for udstedersponsorerede analyser. I den forbindelse bør de vurdere, om interessekonflikterne mellem den udsteder, der betaler for analyserne, og leverandøren af de udstedersponsorerede analyser håndteres effektivt og ikke påvirker investorernes interesser negativt. Investeringsselskaberne bør navnlig kontrollere, om leverandøren af udstedersponsorerede analyser har en politik vedrørende interessekonflikter, der gør det muligt effektivt at identificere, forebygge, håndtere og oplyse om interessekonflikter.
- (3) Tillid til kvaliteten og objektiviteten af udstedersponsorerede analyser er afgørende, for at flere virksomheder, navnlig små og mellemstore virksomheder (SMV'er), bliver

⁷ EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349. ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>.

⁸ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmissbrug (forordningen om markedsmissbrug) og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>).

omfattet af analyse. For at sikre, at investorer kan udvikle tillid til behørigt betegnede udstedersponsorerede analyser, bør investeringsselskaber ikke anvende eller distribuere udstedersponsorerede analyser til deres kunder, hvis de ikke kan vurdere kvaliteten af disse analyser. Investeringsselskaberne bør kontrollere, at leverandøren af udstedersponsorerede analyser har indført passende organisatoriske ordninger svarende til dem, der kræves for analyser i henhold til Kommissionens delegerede forordning (EU) 2017/565⁹. For at undgå en negativ indvirkning på kvaliteten af analyserne som følge af, at de er sponsoreret, bør forholdet mellem analytikeren, leverandøren af analysen og udstederen angives klart og gøres gennemsigtigt for brugerne af analyserne.

- (4) For at give mulighed for fleksibilitet med hensyn til, hvordan investeringsselskaber vurderer udstedersponsorerede analyser, kan investeringsselskaberne henholde sig til en udtalelse fra en uafhængig tredjepart, herunder en ekstern revisor, om, hvorvidt de udstedersponsorerede analyser er udarbejdet i overensstemmelse med EU's adfærdskodeks. For at forenkle overholdelsesprocessen kan investeringsselskaber tage hensyn til den reguleringsmæssige status for leverandøren af udstedersponsorerede analyser, hvis denne er et investeringsselskab, der er meddelt tilladelse i henhold til direktiv 2014/65/EU, og som overholder denne forordning, når den udarbejder de udstedersponsorerede analyser. Under alle omstændigheder er investeringsselskaberne fortsat ansvarlige for at sikre, at deres forpligtelser i henhold til artikel 24, stk. 3a, artikel 24, stk. 3b, og artikel 24, stk. 3e, i direktiv 2014/65/EU er opfyldt.
- (5) For at flere SMV'er bliver omfattet af analyser, bør leverandøren af analysen stille udstedersponsorerede analyser og eventuelle ajourføringer efter en væsentlig begivenhed, der påvirker udstederen, til rådighed for alle investorer, hvis udstederen betaler fuldt ud for dem. De analyser, der delvist betales af udstederen, kan forbeholdes de investorer, der har bidraget til betalingen for disse analyser, enten på ubestemt tid eller i en periode, der er kontraktligt aftalt mellem leverandøren af de udstedersponsorerede analyser og udstederen.
- (6) For at sikre integriteten af de finansielle markeder i EU og øge investorbeskyttelsen og tilliden til disse markeder bør det præciseres, at udstedersponsorerede analyser indeholder investeringsanbefalinger som defineret i artikel 3, nr. 35), i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014¹⁰. Analyserne bør derfor opfylde de krav til investeringsanbefalinger, der er fastsat i nævnte forordning og i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/958¹¹. Navnlige bør forpligtelsen for personer, der udarbejder eller udbreder investeringsanbefalinger, til objektivt at fremlægge anbefalinger og oplyse om interessekonflikter vedrørende de finansielle instrumenter, som anbefalingen vedrører, også finde anvendelse i forbindelse med

⁹ Kommissionens delegerede forordning (EU) 2017/565 af 25. april 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU for så vidt angår de organisatoriske krav til og vilkårene for drift af investeringsselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv (EUT L 87 af 31.3.2017, s. 1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj).

¹⁰ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug (forordningen om markedsmisbrug) og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>).

¹¹ Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/958 af 9. marts 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder til fastlæggelse af de tekniske ordninger med henblik på en objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger eller andre oplysninger med anbefalinger om eller forslag til en investeringsstrategi og afsløring af særlige interesser eller angivelse af interessekonflikter (EUT L 160 af 17.6.2016, s. 15, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/958/oj).

udstedersponsorerede analyser i overensstemmelse med artikel 20 i forordning (EU) nr. 596/2014.

- (7) Denne forordning er baseret på det udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder, som Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) har forelagt for Kommissionen. I overensstemmelse med sit mandat overvejede ESMA indholdet af og parametrene i den franske adfærdskodeks for udstedersponsorerede analyser, der af ESMA er identificeret som den eneste adfærdskodeks på nationalt plan, der nyder bred opbakning og anvendes i vid udstrækning.
- (8) ESMA har gennemført åbne offentlige høringer om det udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder, som ligger til grund for denne forordning, analyseret de potentielle omkostninger og fordele herved samt anmodet om rådgivning fra interessentgruppen for værdipapirer og markeder, der er nedsat i henhold til artikel 37 i forordning (EU) nr. 1095/2010¹² –

VEDTAGET DENNE FORORDNING:

Artikel 1 **Definitioner**

I denne forordning forstås ved:

- 1) "udstedersponsorerede analyser": analyser, der helt eller delvist betales af en udsteder, og som er udarbejdet i overensstemmelse med den EU-adfærdskodeks, der er fastsat ved denne forordning, jf. artikel 24, stk. 3b, i direktiv 2014/65/EU
- 2) "analytiker": en person, der udarbejder substansen i udstedersponsorerede analyser
- 3) "leverandør af analyse": en enhed, der udarbejder udstedersponsorerede analyser.

Artikel 2 **Vurdering af, om udstedersponsorerede analyser er i overensstemmelse med EU's adfærdskodeks**

1. Investeringselskaberne indhenter fra leverandører af analyse alle de oplysninger, der er nødvendige for at vurdere, om analyser, der betegnes som "udstedersponsorerede analyser", er udarbejdet i overensstemmelse med EU-adfærdskodeksen som fastsat i bilaget.
2. Hvis et investeringselskab ikke har tilstrækkelige oplysninger til at sikre, at de analyser, der betegnes som udstedersponsorerede analyser, er udarbejdet i overensstemmelse med EU-adfærdskodeksen for udstedersponsorerede analyser, må investeringselskabet ikke distribuere analyserne til kunder eller potentielle kunder med betegnelsen "udstedersponsorerede analyser".
3. Med henblik på at sikre, at udstedersponsorerede analyser udarbejdes i overensstemmelse med EU-adfærdskodeksen for udstedersponsorerede analyser, kan et investeringselskab tage hensyn til:
 - a) en vurdering og udtalelse fra enhver uafhængig tredjepart, der er udpeget af leverandøren af analysen eller

¹² 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>).

- b) hvis leverandøren af analysen er et investeringsselskab, der udarbejder udstedersponsorerede analyser, det forhold, at investeringsselskabet er en reguleret enhed, der er omfattet af denne forordning.

I alle tilfælde forbliver investeringsselskabet ansvarligt for at opfylde sine forpligtelser i henhold til artikel 24, stk. 3a, 3b og 3e, i direktiv 2014/65/EU.

Artikel 3

Ikrafttræden

Denne forordning træder i kraft på tredjedagen efter offentliggørelsen i *Den Europæiske Unions Tidende*.

Denne forordning er bindende i alle enkeltheder og gælder umiddelbart i hver medlemsstat.

Udfærdiget i Bruxelles, den 21.5.2026.

På Kommissionens vegne

Formand

Ursula VON DER LEYEN