



Brüssel, den 26. Mai 2026
(OR. en)

9701/26

EF 160
ECOFIN 674

ÜBERMITTLUNGSVERMERK

Absender:	Frau Martine DEPREZ, Direktorin, im Auftrag der Generalsekretärin der Europäischen Kommission
Empfänger:	Frau Thérèse BLANCHET, Generalsekretärin des Rates der Europäischen Union
Nr. Komm.dok.:	C(2026) 3226 final
Betr.:	DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION vom 21.5.2026 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Festlegung eines EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen

Die Delegationen erhalten als Anlage das Dokument C(2026) 3226 final.

Anl.: C(2026) 3226 final



EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 21.5.2026
C(2026) 3226 final

DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION

vom 21.5.2026

**zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates
durch technische Regulierungsstandards zur Festlegung eines EU-Verhaltenskodex für
emittentenfinanzierte Analysen**

(Text von Bedeutung für den EWR)

BEGRÜNDUNG

1. KONTEXT DES DELEGIERTEN RECHTSAKTS

Finanzanalysen sind wesentlich, um Anlegern einen Überblick über Unternehmen, insbesondere kleinere Unternehmen, zu verschaffen, damit sie fundierte Anlageentscheidungen treffen können. Bislang werden in der EU nur für eine geringe Zahl von Unternehmen, einschließlich kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU), Finanzanalysen durchgeführt. Trotz der Änderungen der Richtlinie 2014/65/EU¹ (im Folgenden „MiFID II“), die mit der Richtlinie (EU) 2021/338² (Maßnahmenpaket für die Erholung der Kapitalmärkte) eingeführt wurden, damit mehr Analysen für KMU durchgeführt werden, ist die Zahl der Finanzanalysen in der EU weiter zurückgegangen. Aus diesem Grund wurde die MiFID II durch die Richtlinie (EU) 2024/2811³ (Teil des Pakets zur Börsennotierung) geändert, um weitere Anreize für die Nutzung von Analysen zu setzen, indem i) den Wertpapierfirmen mehr Flexibilität bei der Bezahlung von Analyse- und Ausführungsdienstleistungen eingeräumt wird und ii) die Erstellung hochwertiger emittentenfinanzierter Finanzanalysen (d. h. von Unternehmen bezahlter Finanzanalysen) gefördert wird. Bislang sind emittentenfinanzierte Finanzanalysen in der EU nicht weitverbreitet, da sie nicht als ausreichend objektiv angesehen werden. Grund dafür ist, dass mit Interessenkonflikten zwischen den Unternehmen, die Gegenstand der Analysen sind, und den Anbietern solcher Analysen womöglich nicht angemessen umgegangen wird.

Mit der Richtlinie (EU) 2024/2811 wird der Kommission die Befugnis übertragen, die von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) ausgearbeiteten technischen Regulierungsstandards für einen EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen⁴ zu erlassen. Zweck dieser technischen Regulierungsstandards ist es, Anreize für eine verstärkte Nutzung hochwertiger emittentenfinanzierter Analysen zu schaffen und gleichzeitig das richtige Gleichgewicht zwischen Regulierung und Beseitigung von Hindernissen für Emittenten zu finden.

Gemäß den technischen Regulierungsstandards müssen Wertpapierfirmen vor der Nutzung emittentenfinanzierter Analysen oder der Weitergabe solcher Analysen an ihre Kunden bewerten, ob die Analysen im Einklang mit den EU-Wohlverhaltensregeln (dem EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen) erstellt wurden. Mit den technischen Regulierungsstandards wird auch sichergestellt, dass nur diejenigen Finanzanalysen als „emittentenfinanzierte Analysen“ gekennzeichnet werden, die vom Unternehmen, das Gegenstand dieser Analyse ist, bezahlt und gemäß dem EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen erstellt werden.

¹ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung) (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

² Richtlinie (EU) 2021/338 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. Februar 2021 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/878 im Hinblick auf ihre Anwendung auf Wertpapierfirmen, zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Krise (ABl. L 68 vom 26.2.2021, S. 14, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2021/338/oj>).

³ Richtlinie (EU) 2024/2811 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Oktober 2024 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen und zur Aufhebung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. L, 2024/2811, 14.11.2024, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/2811/oj>).

⁴ Konsultationspapier zu technischen Regulierungsstandards zum Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen: [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).

In den technischen Regulierungsstandards wird festgelegt, welche Informationen Wertpapierfirmen einholen müssen, wenn sie emittentenfinanzierte Analysen nutzen oder ihren Kunden zur Verfügung stellen, um diese Analysen bewerten zu können. Diese Informationen und Bewertungen müssen insbesondere Folgendes umfassen:

- organisatorische Maßnahmen und Vorkehrungen, die von Anbietern emittentenfinanzierter Analysen eingeführt wurden, um sicherzustellen, dass mit Interessenkonflikten ordnungsgemäß umgegangen wird und dass die emittentenfinanzierten Analysen mit angemessener Unabhängigkeit und Objektivität im Einklang mit den Vorschriften für nicht emittentenfinanzierte Analysen erstellt werden;
- Informationen darüber, ob die emittentenfinanzierten Analysen teilweise oder ganz vom Emittenten bezahlt werden, und Prozentsatz der Einnahmen, die die Analysen für ihren Anbieter generieren;
- Informationen über die Beziehung zwischen dem Emittenten und dem Anbieter emittentenfinanzierter Analysen und deren Dauer, einschließlich Kündigungsbedingungen und Vergütung;
- Informationen darüber, ob die emittentenfinanzierten Analysen veröffentlicht werden;
- Informationen darüber, ob emittentenfinanzierte Analysen, die im Einklang mit dem EU-Verhaltenskodex erstellt wurden, ordnungsgemäß als solche gekennzeichnet sind.

2. KONSULTATIONEN VOR ANNAHME DES RECHTSAKTS

Die ESMA führte eine öffentliche Konsultation zur Ausgestaltung eines EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen⁵ durch und berücksichtigte dafür alle bestehenden nationalen Verhaltenskodizes für emittentenfinanzierte Analysen. Zu diesem Zweck ermittelte die ESMA einen einzigen bestehenden Verhaltenskodex, der in Frankreich unter dem Namen „Charta bewährter Verfahren für finanzierte Analysen“ entwickelt wurde.

Die Konsultation lief vom 18. Dezember 2024 bis zum 18. März 2025. Insgesamt gingen 30 Antworten bei der ESMA ein. Am 22. Oktober 2025 legte die ESMA der Kommission ihren Abschlussbericht über technische Regulierungsstandards zur Festlegung eines EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen⁶ vor. Die ESMA führte auch eine Kosten-Nutzen-Analyse durch, die zusammen mit den Konsultationsergebnissen in den Abschlussbericht aufgenommen wurde.

3. RECHTLICHE ASPEKTE DES DELEGIERTEN RECHTSAKTS

- In Artikel 1 werden neue Begriffsbestimmungen für die Begriffe „emittentenfinanzierte Analysen“, „Analyst“ und „Analyseanbieter“ eingeführt.
- Mit Artikel 2 wird Folgendes festgelegt:

⁵ Konsultationspapier zu technischen Regulierungsstandards zum Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen: [ESMA35-335435667-5921 - Consultation Paper on RTS on Code of conduct for issuer-sponsored research.pdf](https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/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](https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma35-335435667-6537-final-report-on-draft-regulatory-technical-standards-for-the-establishment-of-an-eu-code-of-conduct-for-issuer-sponsored-research).

- i) die Verpflichtung für Wertpapierfirmen, Informationen einzuholen, um zu bewerten, ob Analysen, die als emittentenfinanzierte Analysen gekennzeichnet sind, mit dem EU-Verhaltenskodex im Anhang dieser Verordnung im Einklang stehen;
 - ii) das Verbot für Wertpapierfirmen, Analysen, die als emittentenfinanzierte Analysen gekennzeichnet sind, zu verbreiten, ohne die erforderlichen Informationen einzuholen, um die Einhaltung des EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen zu bewerten;
 - iii) die Art und Weise, wie Wertpapierfirmen bewerten können, ob emittentenfinanzierte Analysen mit dem EU-Verhaltenskodex im Einklang stehen, wenn sie einen Dritten hinzuziehen.
- In Artikel 3 sind der Zeitpunkt des Inkrafttretens und der Geltungsbeginn dieser Verordnung festgelegt.

DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION

vom 21.5.2026

zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards zur Festlegung eines EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen

(Text von Bedeutung für den EWR)

DIE EUROPÄISCHE KOMMISSION —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union,

gestützt auf die Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU⁷, insbesondere auf Artikel 24 Absatz 3c,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Um die Anerkennung der Kennzeichnung für emittentenfinanzierte Analysen und die Zuverlässigkeit solcher Analysen sicherzustellen, wird mit dem EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen eine harmonisierte Definition für emittentenfinanzierte Analysen eingeführt, nach der die Verwendung dieser Kennzeichnung auf diejenigen Finanzanalysen beschränkt ist, die das betreffende Unternehmen ganz oder teilweise bezahlt hat und die den Bestimmungen des EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen entsprechen. Die Definition schließt Handelskommentare und andere maßgeschneiderte Handelsberatungsdienstleistungen aus, die unmittelbar mit der Ausführung eines Geschäfts mit Finanzinstrumenten verbunden sind, da sie keine Anlageempfehlungen im Sinne von Artikel 3 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates⁸ darstellen.
- (2) Um zu gewährleisten, dass emittentenfinanzierte Analysen eine unabhängige, objektive und zuverlässige Empfehlung zum Wert oder Kurs von Finanzinstrumenten darstellen, sollten Wertpapierfirmen, die emittentenfinanzierte Analysen nutzen oder ihren Kunden zur Verfügung stellen, sicherstellen, dass diese Analysen im Einklang mit dem EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen erstellt werden. Dabei sollten sie bewerten, ob wirksam mit den Interessenkonflikten zwischen dem Emittenten, der die Analysen bezahlt, und dem Anbieter der emittentenfinanzierten Analysen umgegangen wird und ob sich diese Interessenkonflikte nicht nachteilig auf die Interessen der Anleger auswirken. Insbesondere sollten Wertpapierfirmen prüfen, ob der Anbieter emittentenfinanzierter Analysen über eine Strategie für den Umgang

⁷ ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>.

⁸ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/2014/596/oj>).

mit Interessenkonflikten verfügt, die es ihm ermöglicht, Interessenkonflikte wirksam zu erkennen, zu verhindern, offenzulegen und damit umzugehen.

- (3) Vertrauen in die Qualität und Objektivität emittentenfinanzierter Analysen ist entscheidend, um die Zahl der Unternehmen, insbesondere der kleineren und mittleren Unternehmen (KMU), für die Analysen durchgeführt werden, wieder zu erhöhen. Um sicherzustellen, dass Anleger Vertrauen in ordnungsgemäß gekennzeichnete emittentenfinanzierte Analysen aufbauen können, sollten Wertpapierfirmen emittentenfinanzierte Analysen, deren Qualität sie nicht bewerten können, nicht nutzen oder an ihre Kunden weitergeben. Wertpapierfirmen sollten prüfen, dass der Anbieter emittentenfinanzierter Analysen über angemessene organisatorische Vorkehrungen verfügt, die den gemäß der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission⁹ für Analysen erforderlichen Vorkehrungen entsprechen. Damit die Finanzierung durch den Emittenten keine negativen Auswirkungen auf die Qualität der Analyse zur Folge hat, sollte die Beziehung zwischen dem Analysten, dem Analyseanbieter und dem Emittenten eindeutig bestimmt und für die Nutzer der Analyse offengelegt werden.
- (4) Um Wertpapierfirmen Flexibilität bei der Bewertung emittentenfinanzierter Analysen zu ermöglichen, können sie sich auf ein Gutachten eines unabhängigen Dritten, z. B. eines externen Prüfers, stützen, in dem bewertet wird, ob die emittentenfinanzierten Analysen im Einklang mit dem EU-Verhaltenskodex erstellt wurden. Zur Vereinfachung des Einhaltungsverfahrens können Wertpapierfirmen den aufsichtsrechtlichen Status des Anbieters emittentenfinanzierter Analysen berücksichtigen, wenn es sich um eine gemäß der Richtlinie 2014/65/EU zugelassene Wertpapierfirma handelt, die bei der Erstellung der emittentenfinanzierten Analysen die vorliegende Verordnung einhält. In jedem Fall sind die Wertpapierfirmen weiterhin dafür verantwortlich, sicherzustellen, dass sie ihren Verpflichtungen gemäß Artikel 24 Absätze 3a, 3b und 3e der Richtlinie 2014/65/EU nachkommen.
- (5) Um die Anzahl der Analysen für KMU zu erhöhen, sollte der Analyseanbieter die emittentenfinanzierten Analysen sowie alle Aktualisierungen infolge eines wesentlichen Ereignisses mit Auswirkungen auf den Emittenten allen Anlegern zur Verfügung stellen, sofern diese ganz vom Emittenten bezahlt werden. Analysen, die teilweise vom Emittenten bezahlt werden, können den Anlegern, die einen Beitrag zur Bezahlung dieser Analysen geleistet haben, entweder auf unbestimmte Zeit oder für einen vertraglich zwischen dem Anbieter emittentenfinanzierter Analysen und dem Emittenten vereinbarten Zeitraum vorbehalten werden.
- (6) Um die Integrität der Finanzmärkte in der EU zu gewährleisten und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken, sollte festgelegt werden, dass emittentenfinanzierte Analysen Anlageempfehlungen im Sinne von Artikel 3 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates¹⁰ enthalten. Die Analysen sollten daher den Anforderungen an Anlageempfehlungen entsprechen, die in der genannten Verordnung und in der

⁹ Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj).

¹⁰ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>).

Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission¹¹ festgelegt sind. Insbesondere sollte die Verpflichtung in Artikel 20 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, wonach Personen, die Anlageempfehlungen erstellen oder verbreiten, Empfehlungen objektiv darstellen und Interessenkonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Empfehlungen beziehen, offenlegen müssen, auch in Bezug auf emittentenfinanzierte Analysen gelten.

- (7) Die vorliegende Verordnung beruht auf dem Entwurf technischer Regulierungsstandards, der der Kommission von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) vorgelegt wurde. Die ESMA hat im Einklang mit ihrem Mandat den Inhalt und die Parameter des französischen Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen berücksichtigt, nachdem sie festgestellt hatte, dass dieser der einzige Verhaltenskodex ist, der auf nationaler Ebene weitgehend befürwortet und eingehalten wird.
- (8) Die ESMA hat zu dem Entwurf öffentliche Konsultationen durchgeführt, die damit verbundenen potenziellen Kosten- und Nutzeneffekte analysiert und die Stellungnahme der nach Artikel 37 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010¹² eingesetzten Interessengruppe Wertpapiere und Wertpapiermärkte eingeholt —

HAT FOLGENDE VERORDNUNG ERLASSEN:

Artikel 1

Begriffsbestimmungen

Für die Zwecke dieser Verordnung gelten folgende Begriffsbestimmungen:

1. „Emittentenfinanzierte Analysen“ bezeichnen Analysen im Sinne von Artikel 24 Absatz 3b der Richtlinie 2014/65/EU, die ganz oder teilweise von einem Emittenten bezahlt und im Einklang mit dem durch die vorliegende Verordnung festgelegten EU-Verhaltenskodex erstellt werden;
2. „Analyst“ bezeichnet eine Person, die den Inhalt emittentenfinanzierter Analysen erstellt;
3. „Analyseanbieter“ bezeichnet eine Einrichtung, die emittentenfinanzierte Analysen erstellt.

Artikel 2

Bewertung der Übereinstimmung der emittentenfinanzierten Analysen mit dem EU-Verhaltenskodex

- (1) Wertpapierfirmen holen von Analyseanbietern alle Informationen ein, die erforderlich sind, um zu beurteilen, ob Analysen, die als „emittentenfinanzierte Analysen“ gekennzeichnet sind, im Einklang mit dem im Anhang festgelegten EU-Verhaltenskodex erstellt worden sind.

¹¹ Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission vom 9. März 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die technischen Regulierungsstandards für die technischen Modalitäten für die objektive Darstellung von Anlageempfehlungen oder anderen Informationen mit Empfehlungen oder Vorschlägen zu Anlagestrategien sowie für die Offenlegung bestimmter Interessen oder Anzeichen für Interessenkonflikte (ABl. L 160 vom 17.6.2016, S. 15, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/958/oj).

¹² Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission (ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 84, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

- (2) Verfügt eine Wertpapierfirma nicht über ausreichende Informationen, um zu gewährleisten, dass die Analysen, die als emittentenfinanzierte Analysen gekennzeichnet sind, im Einklang mit dem EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen erstellt worden sind, darf die Wertpapierfirma die Analysen nicht mit der Kennzeichnung „emittentenfinanzierte Analysen“ an Kunden oder potenzielle Kunden weitergeben.
- (3) Um sicherzustellen, dass emittentenfinanzierte Analysen im Einklang mit dem EU-Verhaltenskodex für emittentenfinanzierte Analysen erstellt werden, kann eine Wertpapierfirma Folgendes berücksichtigen:
- a) die Bewertung und das Gutachten eines vom Analyseanbieter benannten unabhängigen Dritten, oder,
 - b) wenn es sich beim Analyseanbieter um eine Wertpapierfirma handelt, die emittentenfinanzierte Analysen erstellt, die Tatsache, dass die Wertpapierfirma ein beaufsichtigtes Unternehmen ist, das dieser Verordnung unterliegt.

In jedem Fall ist die Wertpapierfirma weiterhin dafür verantwortlich, ihren Verpflichtungen gemäß Artikel 24 Absätze 3a, 3b und 3e der Richtlinie 2014/65/EU nachzukommen.

Artikel 3 **Inkrafttreten**

Diese Verordnung tritt am dritten Tag nach ihrer Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Union* in Kraft.

Diese Verordnung ist in allen ihren Teilen verbindlich und gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat.

Brüssel, den 21.5.2026

Für die Kommission
Die Präsidentin
Ursula VON DER LEYEN