

Bruxelles, 26. svibnja 2026.
(OR. en)

9701/26

EF 160
ECOFIN 674

POP RATNA BILJEŠKA

Od: Glavna tajnica Europske komisije, potpisala direktorica Martine
DEPREZ

Za: Thérèse BLANCHET, glavna tajnica Vijeća Europske unije

Br. dok. Kom.: C(2026) 3226 final

Predmet: DELEGIRANA UREDBA KOMISIJE (EU) .../...
od 21.5.2026.
o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u
pogledu regulatornih tehničkih standarda za utvrđivanje Kodeksa
ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji

Za delegacije se u prilogu nalazi dokument C(2026) 3226 final.

Priloženo: C(2026) 3226 final



Bruxelles, 21.5.2026.
C(2026) 3226 final

DELEGIRANA UREDBA KOMISIJE (EU) .../...

od 21.5.2026.

**o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih
tehničkih standarda za utvrđivanje Kodeksa ponašanja EU-a za istraživanja koja
financiraju izdavatelji**

(Tekst značajan za EGP)

OBRAZLOŽENJE

1. KONTEKST DELEGIRANOG AKTA

Investicijska istraživanja ključna su da bi poduzeća, posebno manja, bila vidljiva ulagateljima kako bi mogli donositi informirane odluke o ulaganjima. Poduzeća u EU-u, uključujući mala i srednja poduzeća (MSP-ovi), i dalje su slabo obuhvaćena investicijskim istraživanjima. Unatoč izmjenama Direktive 2014/65/EU¹ („MiFID II”) koje su uvedene Direktivom (EU) 2021/338² („paket za oporavak tržišta kapitala”) kako bi se potaknula istraživanja o MSP-ovima, broj investicijskih istraživanja u EU-u nastavio se smanjivati. Zato je Direktivom (EU) 2024/2811³ (dio paketa „Akt o uvrštenju”) MiFID II izmijenjen kako bi se dodatno potaknulo korištenje istraživanja (i) pružanjem investicijskim društvima fleksibilnijih mogućnosti plaćanja za investicijska istraživanja i usluge izvršavanja naloga te (ii) promicanjem izrade visokokvalitetnih investicijskih istraživanja koja financiraju izdavatelji (investicijskih istraživanja koja plaćaju poduzeća). Investicijska istraživanja koja financiraju izdavatelji dosad nisu uzela zamaha u EU-u jer se nisu smatrala dovoljno objektivnima. Razlog tome je rizik od neodgovarajućeg upravljanja sukobima interesa između poduzeća obuhvaćenih istraživanjem i provoditelja takvih istraživanja.

U skladu s Direktivom (EU) 2024/2811 Komisija je ovlaštena za donošenje regulatornih tehničkih standarda koje je Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) izradilo za Kodeks ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji⁴. Svrha je tih regulatornih tehničkih standarda potaknuti veće korištenje visokokvalitetnih istraživanja koja financiraju izdavatelji i postizanje prave ravnoteže između regulacije i uklanjanja prepreka za izdavatelje.

Regulatornim tehničkim standardima propisuje se da investicijska društva, prije korištenja ili distribucije istraživanja koje financira izdavatelj svojim klijentima, ocijene je li to istraživanje izrađeno u skladu s EU-ovim pravilima o poslovanja (Kodeks ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji). Njima se osigurava i da se oznaka „istraživanje koje financira izdavatelj” koristi samo za investicijska istraživanja koja plaća poduzeće na koje se to istraživanje odnosi i koja su provedena u skladu s Kodeksom ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji.

Regulatornim tehničkim standardima utvrđuju se informacije koje bi investicijska društva trebala pribaviti kad koriste istraživanja koja financiraju izdavatelji ili ih stavljaju na raspolaganje svojim klijentima kako bi ih mogli ocijeniti. Te informacije i ocjena moraju obuhvaćati posebno sljedeće:

¹ Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (preinačena) (SL L 173, 12.6.2014., str. 349. ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

² Direktiva (EU) 2021/338 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. veljače 2021. o izmjeni Direktive 2014/65/EU u pogledu zahtjeva za informacije, upravljanja proizvodima i ograničenja pozicija, i direktiva 2013/36/EU i (EU) 2019/878 u pogledu njihove primjene na investicijska društva, radi potpore oporavku od krize uzrokovane bolešću COVID-19 (SL L 68, 26.2.2021., str. 14., ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2021/338/oj>).

³ Direktiva (EU) 2024/2811 Europskog parlamenta i Vijeća od 23. listopada 2024. o izmjeni Direktive 2014/65/EU radi povećanja privlačnosti javnih tržišta kapitala u Uniji za društva i olakšavanja pristupa kapitalu za mala i srednja poduzeća i o stavljanju izvan snage Direktive 2001/34/EZ (SL 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)

- organizacijske mjere i aranžmane koje su uspostavili provoditelji istraživanja koja financiraju izdavatelji kako bi se osiguralo pravilno upravljanje sukobima interesa te odgovarajuća neovisnost i objektivnost istraživanja koja financiraju izdavatelji, u skladu s pravilima koja se primjenjuju na istraživanja koja ne financira izdavatelj,
- informacije o tome plaća li izdavatelj istraživanje djelomično ili u cijelosti i o postotku prihoda koji provoditelj ostvaruje od tog istraživanja,
- informacije o odnosu između izdavatelja i provoditelja istraživanja koje financira izdavatelj i njegovu trajanju, uključujući uvjete raskida i naknadu;
- informacije o tome objavljuje li se istraživanje koje financira izdavatelj;
- informacije o tome je li istraživanje koje financira izdavatelj i koje je provedeno u skladu s Kodeksom ponašanja EU-a pravilno označeno kao takvo.

2. SAVJETOVANJA PRIJE DONOŠENJA AKTA

ESMA je provela javno savjetovanje o sadržaju Kodeksa ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji⁵, uzimajući u obzir sve postojeće nacionalne kodekse ponašanja za takva istraživanja. ESMA je utvrdila da postoji samo jedan takav kodeks ponašanja, i to u Francuskoj, pod nazivom „Povelja o dobroj praksi u području financiranog istraživanja”.

Savjetovanje je trajalo od 18. prosinca 2024. do 18. ožujka 2025. Primitljeno je 30 odgovora. ESMA je 22. listopada 2025. Komisiji dostavila završno izvješće o regulatornim tehničkim standardima za donošenje Kodeksa ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji⁶. ESMA je provela i analizu troškova i koristi, koja je uvrštena u završno izvješće zajedno s ishodom savjetovanja.

3. PRAVNI ELEMENTI DELEGIRANOG AKTA

- U članku 1. uvode se nove definicije pojmova „istraživanje koje financira izdavatelj”, „analitičar istraživanja” i „provoditelj istraživanja”.
- U članku 2.:
 - i. utvrđuje se obveza investicijskog društva da pribavi informacije za procjenu usklađenosti istraživanja označenog kao istraživanje koje financira izdavatelj s Kodeksom ponašanja EU-a iz Priloga ovoj Uredbi;
 - ii. investicijskim se društvima zabranjuje da distribuiraju istraživanja označena kao istraživanja koja financiraju izdavatelji ako ne pribave potrebne informacije za ocjenu njihove usklađenosti s Kodeksom ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji;
 - iii. navodi se kako investicijska društva mogu ocijeniti usklađenost istraživanja koja financiraju izdavatelji s Kodeksom ponašanja EU-a kad angažiraju treću stranu.
- U članku 3. navodi se kad ova Uredba stupa na snagu i kad se počinje primjenjivati.

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](#)

DELEGIRANA UREDBA KOMISIJE (EU) .../...

od 21.5.2026.

o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda za utvrđivanje Kodeksa ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji

(Tekst značajan za EGP)

EUROPSKA KOMISIJA,

uzimajući u obzir Ugovor o funkcioniranju Europske unije,

uzimajući u obzir Direktivu 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU⁷, a posebno njezin članak 24. stavak 3.c,

budući da:

- (1) Kako bi se priznala oznaka istraživanja koje financira izdavatelj i osigurala pouzdanost istraživanja koja financiraju izdavatelji, Kodeksom ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji uvodi se usklađena definicija istraživanja koje financira izdavatelj, prema kojoj se ta oznaka može koristiti samo za investicijsko istraživanje koje je dotično društvo u cijelosti ili djelomično platilo i koje je u skladu s Kodeksom ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji. Iz definicije su isključena sva izvješća o trgovanju i druge ciljane savjetodavne usluge o trgovini koje su neodvojivo povezane s izvršenjem transakcije financijskim instrumentima jer to nisu preporuke za ulaganje kako su definirane u članku 3. točki 35. Uredbe (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća⁸.
- (2) Kako bi se osiguralo da se u istraživanjima koje financira izdavatelj iznose neovisne, objektivne i pouzdane preporuke o vrijednosti ili cijeni financijskih instrumenata, investicijska društva koja koriste istraživanja koja financiraju izdavatelji ili ih stavljaju na raspolaganje svojim klijentima trebala bi se uvjeriti da su ta istraživanja izrađena u skladu s Kodeksom ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji. Pritom bi trebala ocijeniti upravlja li se učinkovito sukobima interesa između izdavatelja koji plaća istraživanje i provoditelja istraživanja koje financira izdavatelj tako da ne utječu negativno na interese ulagatelja. Investicijska društva posebno bi trebala provjeriti ima li provoditelj istraživanja koje financira izdavatelj politiku upravljanja sukobima interesa na temelju koje može učinkovito utvrditi, spriječiti, upravljati i objavljivati sukobe interesa.
- (3) Povjerenje u kvalitetu i objektivnost istraživanja koja financiraju izdavatelji ključno je kako bi se istraživanjima obuhvatilo više poduzeća, posebno malih i srednjih poduzeća (MSP-ovi). Kako bi se ulagatelji mogli pouzdati u propisno označena istraživanja koja

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

⁸ Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (SL L 173, 12.6.2014., str. 1., ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>).

financiraju izdavatelji, investicijska društva ne bi smjela koristiti niti klijentima distribuirati istraživanja koja financiraju izdavatelji čiju kvalitetu ne mogu ocijeniti. Investicijska društva trebala bi provjeriti ima li provoditelj istraživanja koje financira izdavatelj odgovarajuće organizacijske aranžmane istovjetne onima koji su propisani za istraživanja u Delegiranoj uredbi Komisije (EU) 2017/565⁹. Kako na kvalitetu istraživanja ne bi negativno utjecala činjenica da ih financira izdavatelj, trebalo bi jasno definirati odnos između analitičara istraživanja, provoditelja istraživanja i izdavatelja kako bi bio transparentan za korisnike istraživanja.

- (4) Kako bi im se omogućila određena fleksibilnost u ocjenjivanju istraživanja koja financiraju izdavatelji, investicijska društva mogu se osloniti na mišljenje neovisne treće strane, uključujući vanjskog revizora, o tome je li istraživanje koje financira izdavatelj izrađeno u skladu s Kodeksom ponašanja EU-a. Radi pojednostavnjenja postupka usklađivanja investicijska društva mogu uzeti u obzir regulirani status provoditelja istraživanja koje financira izdavatelj ako je riječ o investicijskom društvu s odobrenjem za rad na temelju Direktive 2014/65/EU koje je u trenutku izrade istraživanja koje financira izdavatelj usklađeno s ovom Uredbom. U svakom slučaju investicijska društva i dalje su dužna ispuniti svoje obveze na temelju članka 24. stavaka 3.a, 3.b i 3.e Direktive 2014/65/EU.
- (5) Kako bi se istraživanjima obuhvatilo više MSP-ova, provoditelj istraživanja trebao bi svim ulagateljima staviti na raspolaganje istraživanje koje financira izdavatelj i eventualna ažuriranja nakon značajnog događaja koji je utjecao na izdavatelja, ako izdavatelj to u potpunosti plaća. Istraživanje koje djelomično plaća izdavatelj može, na neodređeno vrijeme ili na razdoblje koje ugovore provoditelj istraživanja koje financira izdavatelj i izdavatelj, biti dostupno samo ulagateljima koji su doprinijeli plaćanju za to istraživanje.
- (6) Kako bi se osigurao integritet financijskih tržišta u EU-u, bolje zaštitili ulagatelji i povećalo povjerenje u ta tržišta, trebalo bi propisati da istraživanje koje financira izdavatelj mora sadržavati preporuke za ulaganje kako su definirane u članku 3. točki 35. Uredbe (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća¹⁰. Istraživanje bi stoga trebalo biti u skladu sa zahtjevima za preporuke za ulaganje iz te uredbe i Delegirane uredbe Komisije (EU) 2016/958¹¹. Konkretno, zahtjev za osobe koje izrađuju ili diseminiraju preporuke za ulaganje da objektivno iznose preporuke i objavljuju sukobe interesa povezanim s financijskim instrumentima na koje se preporuka odnosi trebao bi se primjenjivati i u kontekstu istraživanja koje financira izdavatelj, u skladu s člankom 20. Uredbe (EU) br. 596/2014.
- (7) Ova Uredba temelji se na nacrtu regulatornih tehničkih standarda koji je Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) dostavilo Komisiji. ESMA je, u skladu sa svojim mandatom, razmotrila sadržaj i parametre francuskog

⁹ Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/565 od 25. travnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s organizacijskim zahtjevima i uvjetima poslovanja investicijskih društava te izrazima definiranim za potrebe te direktive (SL L 87, 31.3.2017., str. 1., ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj).

¹⁰ Uredba (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (SL L 173, 12.6.2014., str. 1., ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>).

¹¹ Delegirana uredba Komisije (EU) 2016/958 od 9. ožujka 2016. o dopuni Uredbe (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda za tehničke mjere za objektivno predstavljanje preporuka za ulaganje ili drugih informacija kojima se preporučuje ili sugerira strategija ulaganja te za objavljivanje određenih interesa ili indikacije sukoba interesa (SL L 160, 17.6.2016., str. 15., ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/958/oj).

Kodeksa ponašanja za istraživanja koja financiraju izdavatelji, za koji je ESMA utvrdila da je jedini široko prihvaćeni i poštovani nacionalni kodeks ponašanja.

- (8) ESMA je provela otvoreno javno savjetovanje o nacrtu regulatornih tehničkih standarda na kojem se temelji ova Uredba, analizirala moguće povezane troškove i koristi i zatražila savjet Interesne skupine za vrijednosne papire i tržišta kapitala osnovane na temelju članka 37. Uredbe (EU) br. 1095/2010¹²,

DONIJELA JE OVU UREDBU:

Članak 1. **Definicije**

Za potrebe ove Uredbe primjenjuju se sljedeće definicije:

- (1) „istraživanje koje financira izdavatelj” znači istraživanje koje u cijelosti ili djelomično plaća izdavatelj i koje je izrađeno u skladu s Kodeksom ponašanja EU-a utvrđenim u ovoj Uredbi, kako je navedeno u članku 24. stavku 3.b Direktive 2014/65/EU;
- (2) „analitičar istraživanja” znači osoba koja izrađuje sadržaj istraživanja koje financira izdavatelj;
- (3) „provoditelj istraživanja” znači subjekt koji izrađuje istraživanje koje financira izdavatelj.

Članak 2.

Ocjena usklađenosti istraživanja koje financira izdavatelj s Kodeksom ponašanja EU-a

1. Investicijska društva dužna su od provoditelja istraživanja pribaviti sve informacije koje su im potrebne kako bi ocijenila je li istraživanje koje je označeno kao „istraživanje koje financira izdavatelj” izrađeno u skladu s Kodeksom ponašanja EU-a iz Priloga.
2. Ako investicijsko društvo nema dovoljno informacija da bi bilo sigurno da je istraživanje koje je označeno kao istraživanje koje financira izdavatelj izrađeno u skladu s Kodeksom ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji, investicijsko društvo ne smije klijentima ili potencijalnim klijentima distribuirati istraživanje pod oznakom „istraživanje koje financira izdavatelj”.
3. Kako bi provjerilo da je istraživanje koje financira izdavatelj izrađeno u skladu s Kodeksom ponašanja EU-a za istraživanja koja financiraju izdavatelji, investicijsko društvo može uzeti u obzir:
 - (a) ocjenu i mišljenje bilo koje neovisne treće strane koju je odredio provoditelj istraživanja; ili
 - (b) ako je provoditelj istraživanja investicijsko društvo koje izrađuje istraživanja koja financiraju izdavatelji, činjenicu da je investicijsko društvo regulirani subjekt na kojeg se primjenjuje ova Uredba.

¹² Uredba (EU) br. 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenog 2010. o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala), izmjeni Odluke br. 716/2009/EZ i stavljanju izvan snage Odluke Komisije 2009/77/EZ (SL L 331, 15.12.2010., str. 84., ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

U svakom slučaju investicijsko društvo i dalje je dužno ispuniti svoje obveze na temelju članka 24. stavaka 3.a, 3.b i 3.e Direktive 2014/65/EU.

Članak 3.

Stupanje na snagu

Ova Uredba stupa na snagu trećeg dana od dana objave u *Službenom listu Europske unije*.

Ova je Uredba u cijelosti obvezujuća i izravno se primjenjuje u svim državama članicama.

Sastavljeno u Bruxellesu 21.5.2026.

Za Komisiju
Predsjednica
Ursula VON DER LEYEN