

Bruksela, 26 maja 2026 r.
(OR. en)

9701/26

EF 160
ECOFIN 674

PISMO PRZEWODNIE

Od: Sekretarz generalna Komisji Europejskiej (podpisała dyrektor Martine DEPREZ)

Do: Thérèse BLANCHET, sekretarz generalna Rady Unii Europejskiej

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

Dotyczy: ROZPORZĄDZENIE DELEGOWANE KOMISJI (UE) .../...
z dnia 21.5.2026 r.
uzupełniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE
w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych na potrzeby
ustanowienia unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań
sponsorowanych przez emitenta

Delegacje otrzymują w załączeniu dokument C(2026) 3226 final.

Załącznik: C(2026) 3226 final



Bruksela, dnia 21.5.2026 r.
C(2026) 3226 final

ROZPORZĄDZENIE DELEGOWANE KOMISJI (UE) .../...

z dnia 21.5.2026 r.

uzupełniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych na potrzeby ustanowienia unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

UZASADNIENIE

1. KONTEKST AKTU DELEGOWANEGO

Badania inwestycyjne mają zasadnicze znaczenie dla zapewnienia inwestorom widoczności przedsiębiorstw, w szczególności mniejszych, w celu umożliwienia im podejmowania decyzji inwestycyjnych. Jak dotąd poziom objęcia badaniami inwestycyjnymi przedsiębiorstw, w tym małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), pozostaje niski w UE. Pomimo zmian dyrektywy 2014/65/UE¹ („MiFID II”) wprowadzonych dyrektywą (UE) 2021/338² („pakiet na rzecz odbudowy rynków kapitałowych”), aby zachęcić do zwiększenia badań MŚP, liczba badań inwestycyjnych w UE nadal spada. Z tego powodu dyrektywą (UE) 2024/2811³ (część pakietu dotyczącego dopuszczania do obrotu giełdowego) zmieniono MiFID II w celu dalszego zachęcania do wykorzystywania badań inwestycyjnych poprzez (i) zaoferowanie większej elastyczności w zakresie sposobu, w jaki firmy inwestycyjne mogą płacić za usługi w zakresie badań inwestycyjnych i realizacji zleceń oraz (ii) promowanie wykonywania wysokiej jakości badań inwestycyjnych sponsorowanych przez emitentów (tj. badań inwestycyjnych opłacanych przez przedsiębiorstwa). Badania inwestycyjne sponsorowane przez emitenta nie rozwinęły się do tej pory w UE, ponieważ nie były uznawane za wystarczająco obiektywne. Wynika to z ryzyka, że konflikty interesów między przedsiębiorstwami objętymi badaniami a dostawcami takich badań nie są odpowiednio zarządzane.

W dyrektywie (UE) 2024/2811 uprawniono Komisję do przyjęcia regulacyjnych standardów technicznych opracowanych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) na potrzeby unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta⁴. Celem tych regulacyjnych standardów technicznych jest zachęcenie do szerszego polegania na wysokiej jakości badaniach sponsorowanych przez emitenta, przy jednoczesnym zachowaniu właściwej równowagi między regulacją a usuwaniem przeszkód dla emitentów.

Regulacyjne standardy techniczne wymagają od firm inwestycyjnych, aby przed wykorzystaniem badań sponsorowanych przez emitenta lub ich udostępnieniem klientom najpierw oceniły, czy takie badania zostały wykonane zgodnie z unijnymi zasadami prowadzenia działalności (unijny kodeks postępowania dotyczący badań sponsorowanych przez emitenta). Regulacyjne standardy techniczne zapewniają również, aby oznaczenie „badania sponsorowane przez emitenta” było wykorzystywane wyłącznie w odniesieniu do badań inwestycyjnych opłaconych przez przedsiębiorstwo, którego dotyczą te badania,

¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (przekształcenie) (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/338 z dnia 16 lutego 2021 r. zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w zakresie wymogów informacyjnych, zarządzania produktami i limitów pozycji oraz dyrektywy 2013/36/UE i (UE) 2019/878 w zakresie ich zastosowania do firm inwestycyjnych w celu wsparcia odbudowy w następstwie kryzysu związanego z COVID-19 (Dz.U. L 68 z 26.2.2021, s. 14, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2021/338/oj>).

³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2811 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany dyrektywy 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału oraz uchylenia dyrektywy 2001/34/WE (Dz.U. L, 2024/2811, 14.11.2024, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2024/2811/oj>).

⁴ [ESMA35-335435667-5921 – Dokument konsultacyjny dotyczący regulacyjnych standardów technicznych na potrzeby unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta.pdf](#).

i wykonanych zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta.

W regulacyjnych standardach technicznych określono informacje, które firmy inwestycyjne powinny uzyskać, gdy korzystają z badań sponsorowanych przez emitenta lub udostępniają je swoim klientom, do oceny tych badań. Takie informacje i ocena muszą obejmować w szczególności:

- środki i ustalenia organizacyjne wprowadzone przez dostawców badań sponsorowanych przez emitenta w celu zapewnienia właściwego zarządzania konfliktami interesów oraz wykonywania badań sponsorowanych przez emitenta z odpowiednią niezależnością i obiektywizmem, zgodnie z zasadami mającymi zastosowanie do badań, które nie są sponsorowane przez emitenta;
- informację, czy badania sponsorowane przez emitenta są opłacane częściowo lub w całości przez emitenta, oraz o odsetku przychodów generowanych przez badania dla dostawcy tych badań;
- informację na temat relacji między emitentem a dostawcą badań sponsorowanych przez emitenta oraz czasu jej trwania, w tym warunków rozwiązania umowy i wynagrodzenia;
- informację, czy badania sponsorowane przez emitenta są podawane do wiadomości publicznej;
- informację, czy badania sponsorowane przez emitenta wykonywane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania są odpowiednio oznaczone jako takie.

2. KONSULTACJE PRZEPROWADZONE PRZED PRZYJĘCIEM AKTU

ESMA przeprowadził konsultacje publiczne na temat treści unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta⁵, z uwzględnieniem wszelkich istniejących krajowych kodeksów postępowania dotyczących badań sponsorowanych przez emitenta. ESMA stwierdził istnienie jednego, opracowanego we Francji kodeksu postępowania pod nazwą „Karta dobrych praktyk w zakresie badań sponsorowanych”.

Konsultacje trwały od 18 grudnia 2024 r. do 18 marca 2025 r. W ramach konsultacji ESMA otrzymał łącznie 30 odpowiedzi. W dniu 22 października 2025 r. ESMA przedłożył Komisji sprawozdanie końcowe w sprawie regulacyjnych standardów technicznych na potrzeby ustanowienia unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta⁶. ESMA przeprowadził również analizę kosztów i korzyści, która została uwzględniona w sprawozdaniu końcowym wraz z wynikami działań konsultacyjnych.

3. ASPEKTY PRAWNE AKTU DELEGOWANEGO

- W art. 1 wprowadzono nowe definicje „badań sponsorowanych przez emitenta”, „analitika badawczego” i „dostawcy badań”.
- W art. 2:

⁵ [ESMA35-335435667-5921 – Dokument konsultacyjny dotyczący regulacyjnych standardów technicznych na potrzeby unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta.pdf.](#)

⁶ [ESMA35-335435667-6537 Sprawozdanie końcowe dotyczące projektu regulacyjnych standardów technicznych na potrzeby ustanowienia unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta.](#)

- (i) nałożono na firmę inwestycyjną obowiązek uzyskania informacji w celu oceny zgodności badań oznaczonych jako badania sponsorowane przez emitenta z unijnym kodeksem postępowania określonym w załączniku do niniejszego rozporządzenia;
 - (ii) wprowadzono zakaz udostępniania przez firmy inwestycyjne badań oznaczonych jako badania sponsorowane przez emitenta, jeżeli nie uzyskają informacji niezbędnych do oceny zgodności tych badań z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta;
 - (iii) określono, w jaki sposób firmy inwestycyjne mogą oceniać zgodność badań sponsorowanych przez emitenta z unijnym kodeksem postępowania w przypadku korzystania z usług osoby trzeciej.
- Art. 3 określa, kiedy niniejsze rozporządzenie wchodzi w życie i kiedy zaczyna obowiązywać.

ROZPORZĄDZENIE DELEGOWANE KOMISJI (UE) .../...

z dnia 21.5.2026 r.

uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych na potrzeby ustanowienia unijnego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

KOMISJA EUROPEJSKA,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej,

uwzględniając dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającą dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE⁷, w szczególności jej art. 24 ust. 3c,

a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) Aby zapewnić uznanie oznaczenia badań sponsorowanych przez emitenta i wiarygodność tych badań, w unijnym kodeksie postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta wprowadzono zharmonizowaną definicję badań sponsorowanych przez emitenta, która ogranicza stosowanie tego oznaczenia do badań inwestycyjnych opłaconych w pełni lub częściowo przez dane przedsiębiorstwo i zgodnych z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta. Definicja nie obejmuje żadnych komentarzy na temat handlu ani innych usług doradczych w zakresie handlu wykonywanych na zamówienie, nierozzerwalnie związanych z realizacją transakcji na instrumentach finansowych, ponieważ nie stanowią one rekomendacji inwestycyjnej zgodnie z definicją zawartą w art. 3 pkt 35 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014⁸.
- (2) W celu zapewnienia, aby badania sponsorowane przez emitenta przedstawiały niezależne, obiektywne i wiarygodne rekomendacje dotyczące wartości lub ceny instrumentów finansowych, firmy inwestycyjne korzystające z badań sponsorowanych przez emitenta lub udostępniające je swoim klientom powinny upewnić się, że takie badania zostały wykonane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta. Powinny przy tym ocenić, czy konflikty interesów między emitentem opłacającym badania a dostawcą badań sponsorowanych przez emitenta podlegają skutecznemu zarządzaniu i czy nie mają negatywnego wpływu na interesy inwestorów. W szczególności firmy inwestycyjne powinny sprawdzać, czy dostawca badań sponsorowanych przez emitenta posiada politykę przeciwdziałania konfliktom interesów, która umożliwia mu skuteczne identyfikowanie konfliktów interesów, zapobieganie im, zarządzanie nimi i ich ujawnianie.

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

⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>).

- (3) Zaufanie do jakości i obiektywności badań sponsorowanych przez emitenta ma zasadnicze znaczenie dla objęcia badaniami większej liczby przedsiębiorstw, w szczególności małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). W celu zapewnienia, aby inwestorzy mogli nabrać zaufania do należyte oznaczonych badań sponsorowanych przez emitenta, firmy inwestycyjne nie powinny wykorzystywać ani udostępniać wśród swoich klientów badań sponsorowanych przez emitenta, których jakości nie są w stanie ocenić. Firmy inwestycyjne powinny sprawdzać, czy dostawca badań sponsorowanych przez emitenta dysponuje odpowiednimi rozwiązaniami organizacyjnymi, równoważnymi z rozwiązaniami wymaganymi w przypadku badań na podstawie rozporządzenia delegowanego Komisji 2017/565⁹. Aby uniknąć negatywnego wpływu na jakość badań z uwagi na to, że są one sponsorowane, relacje między analitykiem badawczym, dostawcą badań i emitentem powinny być jasno określone i przejrzyste dla użytkowników badań.
- (4) Aby zapewnić elastyczność w sposobie, w jaki firmy inwestycyjne oceniają badania sponsorowane przez emitenta, firmy inwestycyjne mogą opierać się na opinii niezależnej osoby trzeciej, w tym audytora zewnętrznego, stwierdzającej, czy badania sponsorowane przez emitenta zostały wykonane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania. W celu uproszczenia procesu zapewniania zgodności firmy inwestycyjne mogą uwzględnić regulowany status dostawcy badań sponsorowanych przez emitenta, jeżeli jest on firmą inwestycyjną posiadającą zezwolenie na mocy dyrektywy 2014/65/UE, która spełnia wymogi niniejszego rozporządzenia przy wykonywaniu badań sponsorowanych przez emitenta. We wszystkich przypadkach firmy inwestycyjne pozostają odpowiedzialne za zapewnienie wypełnienia swoich obowiązków wynikających z art. 24 ust. 3a, 3b i 3e dyrektywy 2014/65/UE.
- (5) Aby badaniami objęto większą liczbę MŚP, dostawca badań powinien udostępnić wszystkim inwestorom badania sponsorowane przez emitenta oraz wszelkie ich aktualizacje dokonane w następstwie istotnego zdarzenia mającego wpływ na emitenta, w przypadku gdy badania te są opłacane przez emitenta w całości. Badania opłacane przez emitenta częściowo mogą być zastrzeżone dla inwestorów, którzy uczestniczyli w ich opłaceniu, na czas nieokreślony albo na okres uzgodniony umownie między dostawcą badań sponsorowanych przez emitenta a emitentem.
- (6) Aby zapewnić integralność rynków finansowych w UE oraz zwiększyć ochronę inwestorów i zaufanie do tych rynków, należy sprecyzować, że badania sponsorowane przez emitenta zawierają rekomendacje inwestycyjne zdefiniowane w art. 3 pkt 35 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014¹⁰. Badania powinny zatem być zgodne z wymogami dotyczącymi rekomendacji inwestycyjnych określonymi we wspomnianym rozporządzeniu oraz w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958¹¹. W szczególności spoczywający na osobach sporządzających

⁹ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj).

¹⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2014/596/oj>).

¹¹ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów (Dz.U. L 160 z 17.6.2016, s. 15, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2016/958/oj).

lub rozpowszechniających rekomendacje inwestycyjne obowiązek obiektywnego przedstawiania rekomendacji i ujawniania konfliktu interesów w odniesieniu do instrumentów finansowych, do których odnosi się rekomendacja, powinien mieć również zastosowanie w kontekście badań sponsorowanych przez emitenta, zgodnie z art. 20 rozporządzenia (UE) nr 596/2014.

- (7) Podstawę niniejszego rozporządzenia stanowi projekt regulacyjnych standardów technicznych przedłożony Komisji przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). ESMA, zgodnie ze swoim mandatem, zapoznał się z treścią i parametrami francuskiego kodeksu postępowania dotyczącego badań sponsorowanych przez emitenta, który zidentyfikował jako jedyny powszechnie przyjęty i przestrzegany na szczeblu krajowym kodeks postępowania.
- (8) ESMA przeprowadził otwarte konsultacje publiczne na temat projektu regulacyjnych standardów technicznych, który stanowi podstawę niniejszego rozporządzenia, przeanalizował potencjalne powiązane koszty i korzyści oraz zwrócił się o opinię do Grupy Interesariuszy z Sektora Giełd i Papierów Wartościowych ustanowionej na podstawie art. 37 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010¹²,

PRZYJMUJE NINIEJSZE ROZPORZĄDZENIE:

Artykuł 1

Definicje

Do celów niniejszego rozporządzenia stosuje się następujące definicje:

- 1) „badania sponsorowane przez emitenta” oznaczają badania opłacane w całości lub częściowo przez emitenta i wykonywane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania ustanowionym niniejszym rozporządzeniem, jak określono w art. 24 ust. 3b dyrektywy 2014/65/UE;
- 2) „analityk badawczy” oznacza osobę, która wykonuje badania sponsorowane przez emitenta;
- 3) „dostawca badań” oznacza podmiot, który wykonuje badania sponsorowane przez emitenta.

Artykuł 2

Ocena zgodności badań sponsorowanych przez emitenta z unijnym kodeksem postępowania

1. Firmy inwestycyjne mają obowiązek uzyskania od dostawców badań wszystkich informacji niezbędnych do oceny, czy badania oznaczone jako „badania sponsorowane przez emitenta” zostały wykonane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania określonym w załączniku.
2. Jeżeli firma inwestycyjna nie posiada wystarczających informacji, aby upewnić się, że badania oznaczone jako „badania sponsorowane przez emitenta” zostały wykonane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta, firma inwestycyjna nie udostępnia klientom lub

¹² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE oraz uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

potencjalnym klientom tych badań z oznaczeniem „badania sponsorowane przez emitenta”.

3. W celu upewnienia się, że badania sponsorowane przez emitenta zostały wykonane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta, firma inwestycyjna może uwzględnić:

- a) ocenę i opinię każdej niezależnej osoby trzeciej wyznaczonej przez dostawcę badań; lub
- b) w przypadku gdy dostawca badań jest firmą inwestycyjną, która wykonuje badania sponsorowane przez emitenta – fakt, że dana firma inwestycyjna jest podmiotem objętym regulacją podlegającym niniejszemu rozporządzeniu.

We wszystkich przypadkach firma inwestycyjna pozostaje odpowiedzialna za wypełnianie swoich obowiązków wynikających z art. 24 ust. 3a, 3b i 3e dyrektywy 2014/65/UE.

Artykuł 3 **Wejście w życie**

Niniejsze rozporządzenie wchodzi w życie trzeciego dnia po jego opublikowaniu w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*.

Niniejsze rozporządzenie wiąże w całości i jest bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich.

Sporządzono w Brukseli dnia 21.5.2026 r.

W imieniu Komisji
Przewodnicząca
Ursula VON DER LEYEN