

Bruselj, 26. maj 2026
(OR. en)

9701/26

EF 160
ECOFIN 674

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 final

Zadeva: DELEGIRANA UREDBA KOMISIJE (EU) .../...
z dne 21.5.2026
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 final.

Priloga: C(2026) 3226 final



Bruselj, 21.5.2026
C(2026) 3226 final

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

z dne 21.5.2026

**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**

(Besedilo velja za EGP)

OBRAZLOŽITVENI MEMORANDUM

1. OZADJE DELEGIRANEGA AKTA

Investicijske raziskave so bistvene za zagotavljanje prepoznavnosti podjetij, zlasti manjših, med vlagatelji, da bi ti imeli informacije za sprejemanje svojih naložbenih odločitev. Trenutno je v investicijske raziskave v EU še vedno zajetih malo podjetij, vključno z malimi in srednjimi podjetji (MSP). Kljub spremembam Direktive 2014/65/EU¹ (MiFID II), uvedenim z Direktivo (EU) 2021/338² (sveženj za okrevanje v zvezi s kapitalskimi trgi), da bi spodbudili razvoj več raziskav o MSP, se investicijske raziskave v EU še naprej zmanjšujejo. Zato je bila z Direktivo (EU) 2024/2811³ (del svežnja o kotiranju) spremenjena MiFID II, da bi se dodatno spodbudila uporaba raziskav z (i) zagotavljanjem večje prožnosti investicijskim podjetjem pri načinu organizacije plačevanja storitev investicijskih raziskav in izvrševanja, ter (ii) spodbujanjem priprave visokokakovostnih investicijskih raziskav, ki jih naročijo izdajatelji (tj. investicijskih raziskav, ki jih plačajo podjetja). Do zdaj se področje investicijskih raziskav, ki jih naroči izdajatelj, v EU ni razvilo, ker se tovrstne raziskave niso štejele za dovolj objektivne. Razlog za to je tveganje, da nasprotja interesov med podjetji, zajetimi v raziskavi, in ponudniki takih raziskav ne bodo ustrezno obvladovana.

Direktiva (EU) 2024/2811 pooblašča Komisijo, da sprejme regulativne tehnične standarde, ki jih je pripravil Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA), za kodeks ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj⁴. Namen teh regulativnih tehničnih standardov je spodbuditi širše zanašanje na visokokakovostne raziskave, ki jih naroči izdajatelj, hkrati pa vzpostaviti pravo ravnovesje med regulacijo in odpravo ovir za izdajatelje.

V skladu z regulativnimi tehničnimi standardi morajo investicijska podjetja, preden uporabijo raziskave, ki jih naroči izdajatelj, ali jih distribuirajo svojim strankam, najprej oceniti, ali so bile take raziskave pripravljene v skladu s pravili EU o poslovanju (kodeks ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj). Regulativni tehnični standardi zagotavljajo tudi, da se oznaka „raziskava, ki jo naroči izdajatelj“ uporablja samo za investicijske raziskave, ki jih plača podjetje, na katero se te raziskave nanašajo, in ki so pripravljene v skladu s kodeksom ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj.

Regulativni tehnični standardi določajo informacije, ki bi jih morala investicijska podjetja pridobiti, kadar uporabljajo raziskave, ki jih naroči izdajatelj, ali jih zagotavljajo svojim strankam, da bi lahko ocenila take raziskave. Te informacije in ocena morajo zajemati zlasti:

- organizacijske ukrepe in ureditve, ki jih vzpostavijo ponudniki raziskav, ki jih naroči izdajatelj, da bi zagotovili ustrezno obvladovanje nasprotij interesov ter ustrezno

¹ Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (prenovitev) (UL L 173, 12.6.2014, str. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

² Direktiva (EU) 2021/338 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. februarja 2021 o spremembi Direktive 2014/65/EU glede zahtev po informacijah, upravljanja produktov in omejitev pozicij ter direktiv 2013/36/EU in (EU) 2019/878 glede njune uporabe za investicijska podjetja, za podporo okrevanju po krizi zaradi COVID-19 (UL L 68, 26.2.2021, str. 14, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2021/338/oj>).

³ Direktiva (EU) 2024/2811 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 23. oktobra 2024 o spremembi Direktive 2014/65/EU za povečanje privlačnosti javnih kapitalskih trgov v Uniji za podjetja in olajšanje dostopa do kapitala za mala in srednja podjetja ter razveljavitvi Direktive 2001/34/ES (UL 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](#) (Posvetovalni dokument o RTS o kodeksu ravnanja za raziskave, ki jih naroči izdajatelj).

neodvisnost in objektivnost raziskav, ki jih naroči izdajatelj, v skladu s pravili, ki se uporabljajo za raziskave, ki jih ne naroči izdajatelj;

- informacije o tem, ali raziskave, ki jih naroči izdajatelj, delno ali v celoti plača izdajatelj, in odstotek prihodkov, ki jih raziskava ustvari za ponudnika raziskave;
- informacije o razmerju med izdajateljem in ponudnikom raziskav, ki jih naroči izdajatelj, ter njegovem trajanju, vključno s pogoji prekinitve in plačilom;
- informacije o tem, ali se raziskave, ki jih naroči izdajatelj, javno objavijo;
- informacije o tem, ali so raziskave, ki jih naroči izdajatelj in so pripravljene v skladu s kodeksom ravnanja EU, ustrezno označene kot take.

2. POSVETOVANJA PRED SPREJETJEM AKTA

ESMA je opravil javno posvetovanje o vsebini kodeksa ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj⁵, pri čemer je upošteval vse obstoječe nacionalne kodekse ravnanja za raziskave, ki jih naroči izdajatelj. Pri tem je ESMA odkril edini obstoječ kodeks ravnanja, pripravljen v Franciji pod imenom „Listina dobrih praks o naročenih raziskavah“.

Posvetovanje je potekalo od 18. decembra 2024 do 18. marca 2025. ESMA je prejel skupno 30 odgovorov. ESMA je 22. oktobra 2025 Komisiji predložil končno poročilo o regulativnih tehničnih standardih za vzpostavitev kodeksa ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj⁶. ESMA je izvedel tudi analizo stroškov in koristi, ki je bila vključena v končno poročilo skupaj z rezultati posvetovanj.

3. PRAVNI ELEMENTI DELEGIRANEGA AKTA

- Člen 1 uvaja nove opredelitve pojmov „raziskave, ki jih naroči izdajatelj“, „raziskave“, „raziskovalni analitik“ in „ponudnik raziskav“.
- Člen 2:
 - (i) določa obveznost investicijskega podjetja, da pridobi informacije za oceno skladnosti raziskav, označenih kot raziskave, ki jih naroči izdajatelj, s kodeksom ravnanja EU iz Priloge k tej uredbi;
 - (ii) investicijskim podjetjem prepoveduje distribucijo raziskav, označenih kot raziskave, ki jih naroči izdajatelj, če ne pridobijo potrebnih informacij za oceno njihove skladnosti s kodeksom ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj;
 - (iii) določa, kako lahko investicijska podjetja ocenijo skladnost raziskav, ki jih naroči izdajatelj, s kodeksom ravnanja EU, kadar se zanašajo na tretjo osebo.
- Člen 3 določa začetek veljavnosti te uredbe in začetek njene uporabe.

⁵ [ESMA35-335435667-5921 – Consultation Paper on RTS on Code of conduct for issuer-sponsored research.pdf](#) (Posvetovalni dokument o RTS o kodeksu ravnanja za raziskave, ki jih naroči izdajatelj).

⁶ [ESMA35-335435667-6537 Posvetovalni dokument o RTS o kodeksu ravnanja za raziskave, ki jih naroči izdajatelj \(Končno poročilo o osnutku regulativnih tehničnih standardov za določitev kodeksa ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj\).](#)

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

z dne 21.5.2026

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

(Besedilo velja za EGP)

EVROPSKA KOMISIJA JE –

ob upoštevanju Pogodbe o delovanju Evropske unije,

ob upoštevanju Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU⁷ ter zlasti člena 24(3c) Direktive,

ob upoštevanju naslednjega:

- (1) Za zagotovitev priznavanja oznake raziskav, ki jih naroči izdajatelj, in zanesljivosti raziskav, ki jih naroči izdajatelj, kodeks ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj, uvaja usklajeno opredelitev raziskav, ki jih naroči izdajatelj, ki omejuje uporabo te oznake na investicijske raziskave, za katere je zadevno podjetje v celoti ali delno plačalo in ki so skladne s kodeksom ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj. Opredelitev izključuje vsa poročila o trgovanju in druge posebne storitve trgovalnega svetovanja, ki so neločljivo povezane z izvršitvijo posla s finančnimi instrumenti, saj ne pomenijo naložbenega priporočila, kot je opredeljeno v členu 3, točka 35, Uredbe (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta⁸.
- (2) Za zagotovitev, da raziskave, ki jih naroči izdajatelj, predstavljajo neodvisno, objektivno in zanesljivo priporočilo o vrednosti ali ceni finančnih instrumentov, bi morala investicijska podjetja, ki uporabljajo raziskave, ki jih naroči izdajatelj, ali jih zagotavljajo svojim strankam, zagotoviti, da so take raziskave pripravljene v skladu s kodeksom ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj. Pri tem bi morala oceniti, ali se nasprotja interesov med izdajateljem, ki plača raziskavo, in ponudnikom raziskave, ki jo naroči izdajatelj, učinkovito obvladujejo in ne vplivajo negativno na interese vlagateljev. Investicijska podjetja bi morala zlasti preveriti, ali ima ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, politiko glede nasprotja interesov, ki mu omogoča učinkovito prepoznavanje, preprečevanje, obvladovanje in razkrivanje nasprotij interesov.
- (3) Zaupanje v kakovost in objektivnost raziskav, ki jih naroči izdajatelj, je bistveno za oživitev pokritosti podjetij, zlasti malih in srednjih podjetij (MSP), z raziskavami. Za zagotovitev, da lahko vlagatelji zaupajo ustrezno označenim raziskavam, ki jih naroči izdajatelj, investicijska podjetja ne bi smela uporabljati raziskav, ki jih naroči izdajatelj

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

⁸ 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>).

in katerih kakovosti ne morejo oceniti, ali jih distribuirati svojim strankam. Investicijska podjetja bi morala preveriti, ali ima ponudnik raziskav, ki jih naroči izdajatelj, vzpostavljene ustrezne organizacijske ureditve, enakovredne tistim, ki se zahtevajo za raziskave v skladu z Delegirano uredbo Komisije 2017/565⁹. Da bi se izognili negativnemu vplivu na kakovost raziskave, ker je naročena, bi moral biti odnos med raziskovalnim analitikom, ponudnikom raziskav in izdajateljem jasno opredeljen in pregleden za uporabnike raziskave.

- (4) Da se omogoči prožnost pri tem, kako investicijska podjetja ocenjujejo raziskave, ki jih naroči izdajatelj, se lahko investicijska podjetja oprejo na mnenje neodvisne tretje osebe, vključno z zunanjim revizorjem, o tem, ali so bile raziskave, ki jih naroči izdajatelj, pripravljene v skladu s kodeksom ravnanja EU. Za poenostavitev postopka zagotavljanja skladnosti lahko investicijska podjetja upoštevajo regulirani status ponudnika raziskav, ki jih naroči izdajatelj, kadar gre za investicijsko podjetje z dovoljenjem v skladu z Direktivo 2014/65/EU, ki izpolnjuje zahteve iz te uredbe, pri pripravi raziskav, ki jih naroči izdajatelj. V vseh primerih so investicijska podjetja še naprej odgovorna za zagotavljanje, da so izpolnjene njihove obveznosti iz člena 24(3a), 24(3b) in 24(3e) Direktive 2014/65/EU.
- (5) Da bi se povečala pokritost MSP z raziskavami, bi moral ponudnik raziskav vsem vlagateljem dati na voljo raziskave, ki jih naroči izdajatelj, in vse posodobitve po pomembnem dogodku, ki vpliva na izdajatelja, če jih izdajatelj plača v celoti. Raziskave, ki jih izdajatelj plača delno, so lahko pridržane za vlagatelje, ki so prispevali k plačilu za te raziskave, bodisi za nedoločen čas bodisi za obdobje, o katerem se pogodbeno dogovorita ponudnik raziskave, ki jo naroči izdajatelj, in izdajatelj.
- (6) Za zagotovitev celovitosti finančnih trgov v EU ter okrepitev zaščite vlagateljev in zaupanja v te trge bi bilo treba določiti, da raziskave, ki jih naroči izdajatelj, vsebujejo naložbena priporočila, kot so opredeljena v členu 3, točka 35, Uredbe (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta¹⁰. Raziskave bi zato morale izpolnjevati zahteve za naložbena priporočila iz navedene uredbe in Delegirane uredbe Komisije (EU) 2016/958¹¹. Zlasti bi se morala obveznost oseb, ki pripravljajo ali razširjajo naložbena priporočila, da priporočila predstavijo objektivno in razkrijejo nasprotja interesov v zvezi s finančnimi instrumenti, na katere se priporočilo nanaša, uporabljati tudi v okviru raziskav, ki jih naroči izdajatelj, v skladu s členom 20 Uredbe (EU) št. 596/2014.
- (7) Ta uredba temelji na osnutku regulativnih tehničnih standardov, ki ga je Komisiji predložil Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA). ESMA je v skladu s svojim mandatom preučil vsebino in parametre francoskega kodeksa ravnanja za

⁹ Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/565 z dne 25. aprila 2016 o dopolnitvi Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z organizacijskimi zahtevami in pogoji poslovanja investicijskih podjetij ter opredeljenimi izrazi za namene navedene direktive (UL L 87, 31.3.2017, str. 1, ELI: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/565/oj).

¹⁰ 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>).

¹¹ 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 priporočila 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).

raziskave, ki jih naroči izdajatelj, ki ga je ESMA našel kot edini splošno sprejeti in upoštevani kodeks ravnanja na nacionalni ravni.

- (8) ESMA je o osnutku regulativnih tehničnih standardov, na katerem temelji ta uredba, opravil odprta javna posvetovanja, analiziral morebitne povezane stroške in koristi ter zaprosil za nasvet interesno skupino za vrednostne papirje in trge, ustanovljeno v skladu s členom 37 Uredbe (EU) št. 1095/2010¹² –

SPREJELA NASLEDNJO UREDBO:

Člen 1

Opredelitve pojmov

V tej uredbi se uporabljajo naslednje opredelitve pojmov:

- (1) „raziskave, ki jih naroči izdajatelj“ pomeni raziskave, ki jih v celoti ali delno plača izdajatelj in so pripravljene v skladu s kodeksom ravnanja EU, vzpostavljenim s to uredbo, kot je navedeno v členu 24(3b) Direktive 2014/65/EU;
- (2) „raziskovalni analitik“ pomeni osebo, ki pripravi vsebino raziskav, ki jih naroči izdajatelj;
- (3) „ponudnik raziskav“ pomeni subjekt, ki pripravi raziskave, ki jih naroči izdajatelj.

Člen 2

Ocena skladnosti raziskav, ki jih naroči izdajatelj, s kodeksom ravnanja EU

1. Investicijska podjetja od ponudnikov raziskav pridobijo vse informacije, potrebne za oceno, ali so raziskave, označene kot „raziskave, ki jih naroči izdajatelj“, pripravljene v skladu s kodeksom ravnanja EU iz Priloge.
2. Kadar investicijsko podjetje nima dovolj informacij za zagotovitev, da so raziskave, označene kot raziskave, ki jih naroči izdajatelj, pripravljene v skladu s kodeksom ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj, raziskav ne distribuira strankam ali potencialnim strankam pod oznako „raziskave, ki jih naroči izdajatelj“.
3. Za namene zagotavljanja, da so raziskave, ki jih naroči izdajatelj, pripravljene v skladu s kodeksom ravnanja EU za raziskave, ki jih naroči izdajatelj, lahko investicijsko podjetje upošteva:
 - (a) oceno in mnenje katere koli neodvisne tretje strani, ki jo imenuje ponudnik raziskav, ali
 - (b) če je ponudnik raziskav investicijsko podjetje, ki pripravlja raziskave, ki jih naroči izdajatelj, dejstvo, da je investicijsko podjetje regulirana oseba, za katero velja ta uredba.

V vseh primerih je investicijsko podjetje še naprej odgovorno za izpolnjevanje svojih obveznosti iz člena 24(3a), (3b) in (3e) Direktive 2014/65/EU.

¹² Uredba (EU) št. 1095/2010 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o ustanovitvi Evropskega nadzornega organa (Evropski organ za vrednostne papirje in trge) in o spremembi Sklepa št. 716/2009/ES ter razveljavitvi Sklepa Komisije 2009/77/ES (UL L 331, 15.12.2010, str. 84, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

Člen 3
Začetek veljavnosti

Ta uredba začne veljati tretji dan po objavi v *Uradnem listu Evropske unije*.

Ta uredba je v celoti zavezujoča in se neposredno uporablja v vseh državah članicah.

V Bruslju, 21.5.2026

Za Komisijo
Predsednica
Ursula VON DER LEYEN