



Euroopan unionin  
neuvosto

Bryssel, 19. heinäkuuta 2022  
(OR. en)

11497/22

EF 217  
ECOFIN 747  
DELECT 130

## SAATE

---

Lähtettäjä:	Euroopan komission pääsihteeri, allekirjoittajana johtaja Martine DEPREZ
Saapunut:	13. heinäkuuta 2022
Vastaanottaja:	Neuvoston pääsihteeristö
Kom:n asiak. nro:	C(2022) 4836 final
Asia:	KOMISSIO DELEGOITU ASETUS (EU) .../..., annettu 13.7.2022, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 täydentämisestä osakkeita koskevien likviditeettisopimusten mallista annetuilla teknisillä sääntelystandardeilla siltä osin kuin on kyse liikkeeseenlaskijoista, joiden rahoitusvälineet otetaan kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla

---

Valtuuskunnille toimitetaan oheisena asiakirja C(2022) 4836 final.

Liite: C(2022) 4836 final



Bryssel 13.7.2022  
C(2022) 4836 final

**KOMISSION DELEGOITU ASETUS (EU) .../...,**

**annettu 13.7.2022,**

**Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 täydentämisestä osakkeita koskevien likviditeettisopimusten mallista annetuilla teknisillä sääntelystandardeilla siltä osin kuin on kyse liikkeeseenlaskijoista, joiden rahoitusvälineet otetaan kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla**

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

## PERUSTELUT

### 1. DELEGOIDUN SÄÄDÖKSEN TAUSTA

Pk-yritysten kasvumarkkinoiden käytön edistämistä koskevassa asetuksessa (EU) 2019/2115 ESMAlle annetaan tehtäväksi toimittaa komissiolle luonnos teknisiksi sääntelystandardeiksi, jotka sisältävät likviditeettisopimuksen mallin, joka on tarkoitettu pk-yritysten kasvumarkkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijoille ja niiden likviditeettitarjoajille. Markkinoiden väärinkäytöstä annetun asetuksen (EU) N:o 596/2014 (markkinoiden väärinkäyttöasetus) 13 artiklassa asetetaan edellytykset, joilla liikkeeseenlaskijoina toimivat pk-yritykset voivat tehdä sellaisia likviditeettisopimuksia, joihin sovelletaan vastaavaa järjestelmää kuin sopimukseen, jotka tehdään markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa säädetyn hyväksytyyn markkinakäytännön puitteissa kyseisen asetuksen 13 artiklan 1 kohdan mukaisesti, ilman, että tällaiseen markkinakäytäntöön tarvitaan kansallisten toimivaltaisten viranomaisten hyväksyntää.

### 2. SÄÄDÖKSEN HYVÄKSYMISTÄ EDELTÄNEET KUULEMISET

ESMA järjesti julkisen kuulemisen 6. toukokuuta ja 15. heinäkuuta 2020 välisenä aikana. Se on pyytänyt lausunnon Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 1095/2010 10 artiklan 1 kohdan ja 37 artiklan 1 kohdan mukaisesti perustetulta arvopaperimarkkina-alan osallisryhmältä,

### 3. DELEGOIDUN SÄÄDÖKSEN OIKEUDELLINEN SISÄLTÖ

Teknisissä sääntelystandardeissa asetetaan vaatimukset, joita likviditeettisopimuksen osapuolten on noudatettava sen varmistamiseksi, että ne eivät manipuloi markkinoita. Teknisten sääntelystandardien liite sisältää sopimusmallin, jossa asetetaan vaatimukset, jotka liittyvät markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 13 artiklan 2 kohdassa säädettyjen perusteiden noudattamiseen. Osapuolten, jotka tekevät pk-yritysten kasvumarkkinalla listatun liikkeeseenlaskijan osakkeita koskevan likviditeettisopimuksen, on täytettävä nämä vaatimukset kuuluakseen markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 13 artiklan mukaisen ”safe harbour” -säännöksen piiriin.

Sopimusmalli sisältää vähimmäisvaatimukset, joilla pyritään varmistamaan tasapuoliset toimintaedellytykset pk-yritysten kasvumarkkinoilla listattujen liikkeeseenlaskijoiden ja sijoituspalveluyritysten välillä. Samalla niillä pyritään turvaamaan markkinoiden luotettavuus ja säilyttämään tarvittava joustavuus, jotta markkinaosapuolet voivat mukauttaa sopimuksen kunkin yksittäisen tapauksen erityispiirteisiin. Markkinaosapuolten olisi täytettävä malli ja joiltakin osin mukautettava sitä asianomaiseen tapaukseen liittyvien olosuhteiden perusteella. Seuraavassa kuvataan ehdotettujen teknisten sääntelystandardien keskeiset kohdat:

**Likviditeettitili:** Sopimusmallissa edellytetään, että likviditeettisopimuksen täytäntöönpanoa varten avataan erityinen likviditeettitili. Liikkeeseenlaskijan on pantava likviditeettitilille alun perin määritetty määrä käteisvaroja ja osakkeita, joita likviditeettitarjoaja käyttää toiminnassaan.

**Varoja koskevat rajat:** Kysynnän ja tarjonnan moitteettoman vuorovaikutuksen varmistamiseksi sopimusmallissa vahvistetaan varojen enimmäismäärä, joka voidaan likviditeettisopimuksen mukaan osoittaa likviditeettitilille.

**Likviditeetintarjoajan riippumattomuus:** Likviditeettisopimuksessa edellytetään, että i) likviditeetintarjoaja on riippumaton liikkeeseenlaskijasta ja että ii) likviditeetintarjoajalla on käytössään mekanismit, joilla varmistetaan, että likviditeettisopimukseen liittyvät kaupankäyntipäätökset ovat riippumattomia likviditeetintarjoajan muiden kaupankäyntiosastojen, -ryhmien tai -yksiköiden päätöksistä.

**Likviditeetintarjoajan harjoittama kaupankäynti:** Varoja koskevien rajojen lisäksi sopimusmalli sisältää määräyksiä, joilla varmistetaan, ettei likviditeetintarjoajan likviditeettisopimuksen puitteissa harjoittama päivittäinen kaupankäynti aiheuta keinotekoisia muutoksia osakehinnoissa vaan vaikuttaa myönteisesti markkinoiden likviditeettiin ja tehokkuuteen markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 13 artiklan 2 kohdan mukaisesti.

**Likviditeetintarjoajan velvoitteet:** Jotta likviditeettisopimuksen lausekkeiden noudattamista voidaan valvoa, likviditeetintarjoaja velvoitetaan mallissa pitämään kirjaa likviditeettisopimuksen nojalla toteutetuista liiketoimista. Liiketoimien olisi oltava helposti tunnistettavissa, ja niitä koskevia tietoja olisi säilytettävä viiden vuoden ajan.

**Maksurakenteet ja palkitseminen:** Sopimusmallissa edellytetään, ettei likviditeetintarjoajan palkitseminen vaikuta sen riippumattomuuteen. Palkitseminen koostuu yleensä kiinteästä ja muuttuvasta osasta, joista jälkimmäinen voi aiheuttaa likviditeetintarjoajan riippumattomuuteen kohdistuvia riskejä.

**Läpinäkyvyys:** Sopimusmallissa asetetaan likviditeettisopimusta koskeva läpinäkyvyysvaatimus, joka on täytettävä yleisön hyväksi ennen sopimuksen voimaantuloa, sen täytäntöönpanon aikana ja sen voimassaolon päättyessä. Tätä varten sopimuksessa täsmennetään, millä tavoin merkitykselliset tiedot on julkistettava.

## KOMISSION DELEGOITU ASETUS (EU) .../...,

annettu 13.7.2022,

### **Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 täydentämisestä osakkeita koskevien likviditeettisopimusten mallista annetuilla teknisillä sääntelystandardeilla siltä osin kuin on kyse liikkeeseenlaskijoista, joiden rahoitusvälineet otetaan kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla**

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

EUROOPAN KOMISSIO, joka

ottaa huomioon Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen,

ottaa huomioon markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta 16 päivänä huhtikuuta 2014 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014<sup>1</sup> ja erityisesti sen 13 artiklan 13 kohdan kolmannen alakohdan,

sekä katsoo seuraavaa:

- (1) Asetuksen (EU) N:o 596/2014 13 artiklan 12 kohdassa säädetään, että pk-yritysten kasvumarkkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettujen rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijat voivat tehdä osakkeitaan koskevan likviditeettisopimuksen edellyttäen, että sopimus täyttää muun muassa kyseisen asetuksen 13 artiklan 2 kohdassa säädetty edellytykset hyväksytyjen markkinakäytäntöjen vahvistamiselle. Näillä ehdoilla varmistetaan, että likviditeettisopimukset antavat kattavan turvan markkinavoimien toiminnalle sekä kysynnän ja tarjonnan moitteettoman vuorovaikutuksen ja että niillä on myönteinen vaikutus markkinoiden likviditeettiin ja tehokkuuteen ja että ne eivät aiheuta riskiä kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien muiden markkinoiden luotettavuudelle. Siinä säädettyssä likviditeettisopimusten mallissa, jonka tarkoituksena on varmistaa kyseisten ehtojen noudattaminen, vahvistetaan vähimmäistiedot, jotka likviditeettisopimuksen olisi sisällettävä, mukaan lukien markkinoiden läpinäkyvyys ja likviditeetin tarjoamisen vaikuttavuus. Osapuolet voivat sopimusvapauden mukaisesti lisätä lisälausekkeita, joilla otetaan huomioon yksittäisen tapauksen erityispiirteet.
- (2) Varojen, jotka kuuluvat pk-yritysten kasvumarkkinalla kaupankäynnin kohteeksi otettavien rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijalle ja jotka osoitetaan kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeita koskevan likviditeettisopimuksen täytäntöönpanoon, olisi oltava välittömästi tunnistettavissa. Sen vuoksi likviditeettisopimuksessa olisi määrättävä erityisen likviditeettitilin avaamisesta. Tällaista likviditeettitiliä tarvitaan likviditeettisopimuksen täytäntöönpanon valvomiseksi sekä sen varmistamiseksi, että likviditeettisopimuksen tarkoituksissa harjoitettava kaupankäynti erotetaan likviditeettitarjoajan muusta kaupankäyntitoiminnasta, jolloin minimoidaan eturistiriitojen riskit. Likviditeettitilille olisi pantava likviditeettisopimuksessa

<sup>1</sup> EUVL L 173, 12.6.2014, s. 1.

vahvistettu määrä käteisvaroja ja osakkeita. Näitä varoja olisi käytettävä ainoastaan likviditeettisopimuksen täytäntöönpanoon.

- (3) Likviditeettisopimukseen osoitettujen varojen, jäljempänä 'varoja koskevat rajat', olisi oltava oikeassa suhteessa asetuksen (EU) N:o 596/2014 13 artiklan 2 kohdassa vahvistettuihin tavoitteisiin nähden. Likviditeettitarjoajan harjoittamaan kaupankäyntiin olisi samasta syystä sovellettava hinta- ja volyyimirajoja, jotka yhdessä varoja koskevien rajojen kanssa minimoivat sen riskin, että likviditeetin tarjoaminen aiheuttaa keinotekoisia muutoksia osakehinnoissa, ja jotka samalla edistävät epälikvideillä osakkeilla käytävää tavanomaista kauppaa.
- (4) Toimivaltaiset viranomaiset ovat likviditeettisopimuksia koskevien aiempien hyväksytyjen markkinakäytäntöjen yhteydessä analysoineet pk-yritysten kasvumarkkinoilla listattujen osakkeiden keskimääräistä vaihtoa. Analyysi on osoittanut, että varoja koskevien rajojen olisi oltava riippuvaisia kyseisten osakkeiden likviditeettiprofiilista (likvidi vai epälikvidi osake) ja niissä olisi otettava huomioon kyseisellä markkinalla harjoitettava kaupankäynti. Tämän analyysin perusteella on aiheellista, että likviditeettisopimuksessa määrätään resurssirajoista varoja koskevat rajat, jotka vahvistetaan prosenttiosuutena kyseisen osakkeen keskimääräisestä päivävaihdosta siten, että prosenttiosuus kalibroidaan osakkeen likviditeettiprofiilin perusteella ja sille asetetaan yläraja, jotta vältetään likviditeettisopimuksen kielteiset vaikutukset markkinoiden luotettavuuteen ja moitteettomaan toimintaan. Jotta likviditeettiä voidaan tarjota tehokkaasti silloin, kun keskimääräinen päivävaihto on vähäistä, likviditeettisopimuksen varoihin olisi sovellettava yhtenäistä kynnyksarvoa.
- (5) Hintarajoilla olisi varmistettava, ettei likviditeettitarjoajan likviditeettisopimuksen puitteissa harjoittama kaupankäynti aiheuta keinotekoisia muutoksia osakehinnoissa silloin, kun esiintyy riippumatonta kaupankäynti-intressiä.
- (6) Volyyimirajoilla olisi varmistettava, etteivät likviditeettitarjoajan toteuttamat kaupat ylitä epälikvidien ja likvidien osakkeiden keskimääräiselle päivävaihdolle vahvistettua enimmäisprosenttiosuutta. On asianmukaista, että keskimääräisen päivävaihdon laskeminen perustuu kaupankäyntipäivää edeltäneisiin 20 kaupankäyntipäivään. Tällainen laskenta kuvastaa asianmukaisesti kyseisellä osakkeella käytävää kauppaa, koska se antaa käsityksen kaupankäynnistä keskipitkällä aikavälillä ja vaimentaa yhden tai muutaman kaupankäyntipäivän aikana kaupankäynnissä esiintyvien huippujen vaikutusta.
- (7) Markkinoiden väärinkäytön riskien vähentämiseksi likviditeettisopimuksessa olisi tavanomaisissa markkinaolosuhteissa määrättävä, että likviditeettitarjoaja tekee toimeksiantoja tarjouskirjan molemmilla puolilla, lukuun ottamatta poikkeustapauksia, jotka estävät markkinoiden normaalin toiminnan. Kooltaan suurten toimeksiantojen ja neuvoteltujen liiketoimien olisi samasta syystä kuuluttava likviditeettisopimuksen soveltamisalaan edellyttäen, että tällaisten toimeksiantojen tietyt toteuttamisedellytykset täyttyvät ja että kyseiset kaupat toteutetaan poikkeustilanteissa. Tällaisia poikkeustilanteita voi esiintyä, jos likviditeettitarjoajan käytettävissä olevien käteisvarojen ja osakkeiden välinen suhde on tietynä ajankohtana sellainen, ettei likviditeettitarjoaja pysty tarjoamaan likviditeettiä sopimuksen mukaisesti.
- (8) Likviditeettisopimuksessa olisi edellytettävä, että likviditeettitarjoaja panee likviditeettisopimuksen täytäntöön riippumattomasti kyseisen osakkeen liikkeeseenlaskijasta sekä likviditeettitarjoajan muiden sellaisten kaupankäyntiosastojen, -ryhmien tai -yksiköiden kaupankäyntipäätöksistä, jotka harjoittavat kaupankäyntiä kyseisellä osakkeella tai rahoitusvälineillä, joiden hinta tai

arvo riippuu kyseisen osakkeen hinnasta tai arvosta tai vaikuttaa sen hintaan tai arvoon. Tällainen likviditeetintarjoajan riippumattomuus on tarpeen markkinoiden luotettavuuteen kohdistuvien riskien välttämiseksi.

- (9) Asianomaisen pk-yritysten kasvumarkkinan luotettavuuteen ja moitteettomaan toimintaan kohdistuvien riskien välttämiseksi likviditeetintarjoajan muuttuvaa palkkiota olisi rajoitettava. Lisäksi tällaisia rajoja olisi tasapuolisten toimintaedellytysten varmistamiseksi sovellettava johdonmukaisesti kaikkiin sellaisten liikkeeseenlaskijoiden tekemiin likviditeettisopimuksiin, joiden rahoitusvälineet otetaan kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinalla. Palkkion muuttuvan osan enimmäisrajat olisi kuitenkin vahvistettava kohtuulliseksi prosenttiosuudeksi palkkion kokonaismäärästä, jotta likviditeetintarjoajalla olisi kannustin panna sopimus asianmukaisesti täytäntöön. Muuttuva osa ei saisi kuitenkaan olla niin suuri, että se kannustaa toimintaan, joka voi vaarantaa asianomaisen markkinan luotettavuuden ja moitteettoman toiminnan.
- (10) Likviditeettisopimuksiin liittyvällä läpinäkyvyydellä varmistetaan markkinoiden luotettavuus ja sijoittajansuoja. Jotta muut markkinaosapuolet voisivat tehdä tietoon perustuvan päätöksen osakkeista, joita likviditeettisopimus koskee, likviditeettisopimuksessa olisi asetettava läpinäkyvyyttä koskevia velvoitteita, jotka käsittävät likviditeetin tarjoamisen eri vaiheet ennen likviditeettisopimuksen voimaantuloa, sen voimassaoloaikana ja voimassaolon päättymisen jälkeen. Tätä varten on tarpeen nimetä yksi osapuoli vastaamaan läpinäkyvyysvelvoitteista. Jotta yleisön olisi helpompi kerätä tietoja kyseisistä osakkeista, tämän osapuolen olisi oltava liikkeeseenlaskija, jonka olisi julkaistava asiaankuuluvat tiedot verkkosivustollaan.
- (11) Tämä asetus perustuu teknisten sääntelystandardien luonnokseen, jonka Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen on toimittanut komissiolle.
- (12) Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen on toteuttanut avoimet julkiset kuulemiset teknisten sääntelystandardien luonnoksesta, johon tämä asetus perustuu, analysoinut niihin mahdollisesti liittyviä kustannuksia ja hyötyjä sekä pyytänyt neuvoja Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 1095/2010<sup>2</sup> 37 artiklan mukaisesti perustetulta arvopaperimarkkina-alan osallisryhmältä,

ON HYVÄKSYNYT TÄMÄN ASETUKSEN:

### *1 artikla*

#### **Likviditeettisopimuksen malli**

Yhdellä tai useammalla pk-yritysten kasvumarkkinalla kaupankäynnin kohteeksi otettavien rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijoiden on käytettävä tämän asetuksen liitteessä esitettyä mallia tehdessään asetuksen (EU) N:o 596/2014 13 artiklan 12 kohdassa tarkoitetun likviditeettisopimuksen.

### *2 artikla*

#### **Voimaantulo**

---

<sup>2</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta (EUVL L 331, 15.12.2010, s. 84).

Tämä asetus tulee voimaan kahdentenakymmenentenä päivänä sen jälkeen, kun se on julkaistu *Euroopan unionin virallisessa lehdessä*.

Tämä asetus on kaikilta osiltaan velvoittava, ja sitä sovelletaan sellaisenaan kaikissa jäsenvaltioissa.

Tehty Brysselissä 13.7.2022

*Komission puolesta*  
*Puheenjohtaja*  
*Ursula VON DER LEYEN*