

Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun direktiivin ja sijoitusrahastodirektiivin muuttamisesta ulkoistamisjärjestelyjen, likviditeettiriskien hallinnan, valvontatietojen raportoinnin, säilytysyhteisö- ja säilytyspalvelujen tarjoamisen sekä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen lainanannon osalta (*AIFMD*)

Perustuslain 96 §:n 2 momentin perusteella lähetetään eduskunnalle Euroopan komission 25.11.2021 julkaisema ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivien 2011/61/EU ja 2009/65/EY muuttamisesta ulkoistamisjärjestelyjen, likviditeettiriskien hallinnan, valvontatietojen raportoinnin, säilytysyhteisö- ja säilytyspalvelujen tarjoamisen sekä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen lainanannon osalta sekä ehdotuksesta laadittu muistio.

Helsingissä 3.2.2022

Valtiovarainministeri Annika Saarikko

Neuvotteleva virkamies Tiina Heinonen

VALTIOVARAINMINISTERIÖ

MUISTIO
18.1.2022

EU/2021/1337

EHDOTUS EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVIKSI VAIHTOEHTOISTEN SIOJITUSRAHASTOJEN HOITAJISTA ANNETUN DIREKTIIVIN JA SIOJITUSRAHASTODIREKTIIVIN MUUTTAMISESTA ULKOISTAMISJÄRJESTELYJEN, LIKVIDITEETTIRISKIEN HALLINNAN, VALVONTATIETOJEN RAPORTOINNIN, SÄILYTYSYHTEISÖ- JA SÄILYTYSPALVELUJEN TARJOAMISEN SEKÄ VAIHTOEHTOISTEN SIOJITUSRAHASTOJEN LAINANANNON OSALTA

1 Tausta

Euroopan komissio antoi 25.11.2021 lainsäädäntöehdotuksen Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivien 2011/61/EU ja 2009/65/EY muuttamisesta ulkoistamisjärjestelyjen, likviditeettiriskiä hallinnan, valvontatietojen raportoinnin, säilytysyhteisö- ja säilytyspalvelujen tarjoamisen sekä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen lainanannon osalta (COM(2021) 721 final). Ehdotus julkaistiin osana komission pääomamarkkinaunionia koskevaa lainsäädäntöpakettia. Komissio antoi samalla uuden pääomamarkkinaunionin toimintasuunnitelman mukaisten toimenpiteiden toteuttamista koskevan tiedonannon ”Pääomamarkkinaunioni – Tulokset vuosi toimintasuunnitelman antamisen jälkeen” (COM(2021) 720 final).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta, jäljempänä *vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi* tai *AIFMD*, hyväksyttiin vuonna 2011 osana toimenpiteitä, joilla pyrittiin vastaamaan vuoden 2008 finanssikriisin osoittamiin haasteisiin. Finanssikriisi paljasti tietyissä rahastotoiminnoissa olevan sellaisia heikkouksia ja haavoittuvuuksia, jotka voisivat levittää tai kasvattaa riskejä koko rahoitusjärjestelmässä. AIFMD:n tarkoituksena on ollut tukea tehokkaiden sisämarkkinoiden luomista vaihtoehtorahastoille ja ottaa EU:ssa käyttöön vahva sääntely- ja valvontakehys tällaisten rahastojen hoitajille.

Komission arvion mukaan AIFMD on yleisesti ottaen saavuttanut sille asetut tavoitteet ja EU:n laajuinen harmonisointi on helpottanut vaihtoehtorahastomarkkinoiden yhdentymistä Euroopassa. Vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevalla sääntelyllä on pääosin onnistuttu luomaan tehokas valvontajärjestelmä sekä takaamaan korkeatasoinen sijoittajansuoja. Vaihtoehtorahastomarkkinat voisivat kuitenkin hyötyä vielä direktiivin kohdennetuista muutoksista, joilla näistä markkinoista tehtäisiin entistä tehokkaammat ja yhtenäisemmät. Muutoksilla voitaisiin myös huomioida vaihtoehtorahastomarkkinoilla tapahtunut viimeaikainen kehitys.

Koska osa komission ehdottamista muutoksista on yhtä lailla merkityksellisiä myös sijoitusrahastojen toiminnan kannalta, komissio ehdottaa muutoksia myös siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annettuun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviin 2009/65/EY, jäljempänä *sijoitusrahastodirektiivi*.

2 Ehdotuksen tavoite

Ehdotuksen tavoitteena on tehdä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettuun direktiiviin kohdennettuja muutoksia, joilla parannettaisiin direktiivin tehokkuutta ja oikeudellista toimivuutta yhdenmukaisesti direktiivin alkuperäisten tavoitteiden kanssa. Ehdotuksella pyritään

puuttumaan direktiivin uudelleentarkastelussa havaittuihin ongelmakohtiin rahoitusvakaudellisten riskien seurannan ja hallinnan, vaihtoehtorahastojen hoitamisessa ilmenneiden tehottomuuksien sekä riittämättömän sijoittajansuojan osalta.

Komissio katsoo, että nämä tavoitteet toteutuvat ehdotuksessa seuraavalla tavalla:

- 1) asettamalla yhdenmukaiset toiminnalliset vaatimukset vaihtoehtorahastojen hoitajille, jotka hoitavat lainanantoa harjoittavia vaihtoehtorahastoja, sen varmistamiseksi, että rahoitusvakaudellisia riskejä vähennetään ja sijoittajia suojellaan samalla, kun näiden rahastojen toimintaedellytyksiä sisämarkkinoilla tasapuolistetaan;
- 2) lisäämällä kilpailua vaihtoehtorahastoille tarjottavista säilytysyhteisöpalveluista sellaisilla markkinoilla, joilla on rajallinen määrä säilytysyhteisöpalvelujen tarjoajia;
- 3) parantamalla vaihtoehto- ja sijoitusrahastosääntelyn ulkoistamissäännösten tehokkuutta varmistamalla riittävän tasoinen sijoittajansuoja unionissa;
- 4) parantamalla valvontatietojen raportointia tarjoamalla valvojille yksityiskohtaisempaa tietoa markkinaseurantaa varten poistaen samalla vaihtoehtorahastojen ja sijoitusrahastojen hoitajien raportoinnin päällekkäisyydet;
- 5) parantamalla avointen vaihtoehtorahastojen ja sijoitusrahastojen likviditeetinhallintavälineiden saatavuutta koko EU:ssa; ja
- 6) varmistamalla säilyttäjien yhdenvertainen kohtelu riippumatta siitä, minkä tyyppinen yhtiö säilyttää vaihtoehtorahaston tai sijoitusrahaston varoja.

3 Ehdotuksen pääasiallinen sisältö

3.1 Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun direktiivin muuttaminen

3.1.1 Vaihtoehtorahastojen lainananto

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetussa direktiivissä ehdotetaan harmonisoitavaksi edellytykset lainanantoa harjoittavien (eng. *loan origination*) vaihtoehtorahastojen (jäljempänä *lainanantorahasto*) hoitamisesta. Sääntelyn tarkoituksena on luoda tehokkaat sisämarkkinat tällaisille vaihtoehtorahastoille sen mahdollistamiseksi, että vaihtoehtorahastot voivat kehittää toimintaansa harjoittamalla lainanantoa kaikissa jäsenvaltioissa ja siten helpottaa yritysten rahoituksen saantia. Samalla on tarpeen puuttua mahdollisiin mikro- ja makrovakausriskeihin, joita lainanantorahastot voivat aiheuttaa ja levittää laajemmin rahoitusjärjestelmässä. Säännöksillä yhtenäistettäisiin riskienhallintaa ja läpinäkyvyyttä sijoittajia kohtaan.

AIFMD:n 15 artiklaa riskienhallinnasta ehdotetaan muutettavaksi siten, että siinä edellytettäisiin vaihtoehtorahastojen hoitajien ottavan käyttöön lainanantotoiminnan osalta tehokkaat politiikat, menettelytavat ja prosessit. Nämä koskisivat luoton myöntämistä, luottoriskien arvioimista sekä luottosalkun hallinnointia ja seuraamista ja niitä olisi tarkasteltava uudelleen säännöllisesti vähintään vuosittain.

Vaihtoehtorahastojen ja muiden finanssimarkkinatoimijoiden kytkeytyneisyydestä johtuvien riskien pienentämiseksi vaihtoehtorahaston yhdelle rahoituslaitokselle myöntämän lainan suuruus rajoitettaisiin enintään 20 prosenttiin vaihtoehtorahaston pääomasta. Lisäksi mahdollisten eturistiriitojen välttämiseksi vaihtoehtorahaston lainananto sitä hoitavalle vaihtoehtorahastojen

hoitajalle ja tämän työntekijöille, sen säilytysyhteisölle sekä tahoille, joille vaihtoehtorahastojen hoitaja on ulkoistanut tehtäviään, kiellettäisiin. AIFMD:ssä tunnustettaisiin vaihtoehtorahastojen oikeus myöntää lainoja ja käydä niillä kauppaa jälkimarkkinoilla. Vaihtoehtorahaston myöntämille lainoille asetettaisiin kuitenkin riskien säilyttämistä koskevia vaatimuksia siten, että vaihtoehtorahaston olisi säilytettävä jatkuvasti 5 prosenttia sen myöntämien ja myöhemmin jälkimarkkinoilla myytävien lainojen nimellisarvosta.

AIFMD:n 16 artiklaan lisättäisiin uusi 2 a kohta, jossa edellytettäisiin vaihtoehtorahaston olevan muodoltaan suljettu rahasto, jos sen myöntämien lainojen nimellisarvo ylittää 60 prosenttia vaihtoehtorahaston nettovarallisuusarvosta. Vaatimuksella merkittävässä määrin lainanantoa harjoittavien vaihtoehtorahastojen suljetusta muodosta pyritäisiin hillitsemään riskejä maturiteettitransformaatiosta, kun rahastot eivät olisi alttiina lunastusvaatimuksille.

Tiedonantovelvollisuuksien osalta AIFMD:n 23 artiklan 4 kohtaan lisättäisiin uusi d kohta, jonka mukaan vaihtoehtorahastojen hoitajan olisi annettava sijoittajille säännöllisesti tiedot vaihtoehtorahaston myöntämästä lainasalkusta.

3.1.2 Likviditeettiriskien hallinta

Komissio ehdottaa AIFMD:ssä harmonisoitavaksi avointen vaihtoehtorahastojen saatavilla olevat likviditeetin hallintavälineet (eng. *liquidity management tools*). Sääntelyn tarkoituksena on kyetä tehokkaammin reagoimaan vaihtoehtorahastojen likviditeettipaineisiin markkinaolosuhdeiden vaikeutuessa sekä panna täytäntöön Euroopan järjestelmäriskikomitean antama suositus likviditeetti- ja vipurahoitusriskeistä sijoitusrahastoissa (ESRB/2017/6).

AIFMD:n 16 artiklaa muutettaisiin siten, että siihen lisättäisiin uusi 2b–2h kohta likviditeetin hallintavälineiden käyttöön otosta. Jäsenvaltioille asetettaisiin velvollisuus varmistaa, että avoimia vaihtoehtorahastoja hoitavien vaihtoehtorahastojen hoitajien saatavilla ovat vähintään direktiivin uudessa liitteessä V luetellut likviditeetin hallintavälineet. Näitä välineitä olisivat: merkintöjen ja lunastusten keskeyttäminen, lunastusten lykkääminen (eng. *redemption gates*), ilmoitusajat (eng. *notice periods*), lunastusmaksut, joustava hinnoittelu (eng. *swing pricing*), diluutiosuojamaksut (eng. *anti-dilution levy*), lunastuksen toteuttaminen siirtämällä rahastolle kuuluvia arvopapereita lunastusta vaativalle osuudenomistajalle (eng. *redemption in kind*) ja epälikvidien sijoituskohteiden erottaminen rahaston likvideistä sijoituskohteista (eng. *side pockets*).

Avointa vaihtoehtorahastoa hoitavan vaihtoehtorahastojen hoitajan olisi valittava merkintöjen ja lunastusten keskeyttämisen lisäksi vähintään yksi edellä luetelluista likviditeetin hallintavälineistä käytettäväksi sijoittajien parhaaksi. Vaihtoehtorahastojen hoitajan olisi myös otettava käyttöön yksityiskohtaiset toimintaperiaatteet ja menettelyt valitun likviditeetin hallintavälineen käynnistämiseksi (eng. *activation*) ja poistamiseksi käytöstä (eng. *deactivation*). Vaihtoehtorahastojen hoitaja voisi sijoittajien edun vuoksi väliaikaisesti keskeyttää vaihtoehtorahaston osuuksien merkinnät ja lunastukset tai aktivoida muun valitsemansa likviditeetin hallintavälineen, joka sisältyy vaihtoehtorahaston sääntöihin tai perustamisasiakirjoihin.

Komissiolle annettaisiin valtuus hyväksyä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) luonnostelemat tekniset sääntelystandardit likviditeetin hallintavälineiden ominaisuuksien täsmentämisestä sekä perusteista, joilla vaihtoehtorahastojen hoitajat valitsevat likviditeettiriskien hallinnointiin sopivat ja käytettävät likviditeetin hallintavälineet.

Sijoittajille annettavia tietoja vaihtoehtorahastojen likviditeettiriskien hallinnasta muutettaisiin siten, että sijoittajille olisi annettava tiedot myös vaihtoehtorahastojen hoitajan valitseman likviditeetin hallintavälineen käyttömahdollisuudesta ja edellytyksistä (AIFMD 23 artiklan 1 kohdan h alakohhta).

AIFMD:n 46 artiklan 2 kohtaa toimivaltaisten viranomaisten valtuuksista muutettaisiin siten, että toimivaltaiselle viranomaiselle annettaisiin merkintöjen ja lunastusten keskeyttämisen lisäksi oikeus vaatia lunastusten lykkäämisen sekä muun vaihtoehtorahastojen hoitajan valitseman likviditeetin hallintavälineen käynnistämistä tai päättämistä. AIFMD:n 47 artiklan 4 kohtaa muutettaisiin siten, että edellä mainittuja valtuuksia sovellettaisiin myös unionin ulkopuolelle sijoittautuneisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin.

AIFMD:n 50 artiklaa muutettaisiin vahvistamalla toimivaltaisten viranomaisten välistä valvontayhteistyötä. Artiklassa säädettäisiin vaihtoehtorahastojen hoitajan vastaanottavan jäsenvaltion toimivaltaisen viranomaisten oikeudesta vaatia kotijäsenvaltion toimivaltaista viranomaista käyttämään uusia likviditeettiriskien hallintaan liittyviä valvontavaltuuksiaan.

3.1.3 Ulkoistaminen

Komissio ehdottaa selvennyksiä vaihtoehtorahastojen hoitajien ulkoistamissäännöksiin sekä ulkoistamissäännösten valvonnan yhdenmukaisuuden varmistamista.

Vaihtoehtorahastojen hoitajan toimiluvan myöntämisen edellytyksiä koskevaan AIFMD:n 8 artiklaan lisättäisiin vaatimus siitä, että vähintään kahden vaihtoehtorahastojen hoitajan liiketoimintaa johtavan luonnollisen henkilön olisi päätoimisesti oltava joko vaihtoehtorahastojen hoitajien palveluksessa tai sitoutunut hoitamaan sen liiketoimintaa sekä asuttava unionissa.

AIFMD:n 7 artiklaa vaihtoehtorahastojen hoitajan toimilupahakemuksesta selvennettäisiin siten, että vaihtoehtorahastojen hoitajien olisi toimilupaa hakiessaan osoitettava toimivaltaisille viranomaisille, että sillä on asianmukaiset henkilö- ja tekniset resurssit.

Lisäksi 7 artiklaan lisättäisiin uudet säännökset ulkoistamisilmoituksista (eng. *delegation notifications*) ESMA:lle. Ulkoistamisilmoitusten tarkoituksena olisi muodostaa luotettava kokonaiskuva ulkoistamistoiminnasta unionissa mahdollisia tulevia politiikkatoimia tai valvontatoimia varten. Toimivaltaisten viranomaisten olisi vuosittain toimitettava ESMA:lle tiedot sellaisista ulkoistamisista, joissa vaihtoehtorahastojen hoitaja ulkoistaa omaisuudenhoito- tai riskienhallintatehtäviä kolmansiin maihin enemmän kuin mitä säilyttää itsellään. Komissiolle siirretäisiin valta hyväksyä ESMA:n luonnostelemat tekniset sääntelystandardit, joissa määritellään näiden ilmoitusten sisältö ja vakiolomakkeet.

Ulkoistamista koskevaa AIFMD:n 20 artiklaa muutettaisiin selventämällä, että ulkoistamisjärjestelyjä koskevia vaatimuksia sovellettaisiin kaikkiin direktiivin liitteessä I lueteltuihin toimintoihin sekä 6 artiklan 4 kohdan mukaisesti liitännäispalveluihin.

Direktiiviin lisättäisiin uusi 38 a artikla ulkoistamissääntelyn soveltamista koskevasta vertaisarvioinnista. ESMA:n olisi tehtävä vähintään kahden vuoden välein vertaisarviointi toimivaltaisten viranomaisten valvontakäytännöistä, jotka koskevat 20 artiklan ulkoistamissäännösten soveltamista. ESMA:n tulisi keskittyä erityisesti postilaatikkoyhtiöiden syntymisen estämiseen.

3.1.4 Valvontatietojen raportointi

AIFMD:n 24 artiklaa raportointivelvollisuudesta toimivaltaisille viranomaisille muutettaisiin poistamalla tietyt rajoitukset tiedoista, joita toimivaltaisten viranomaisten olisi voitava saada vaihtoehtorahastojen hoitajan hallinnoimista vaihtoehtorahastoista. Voimassa oleva raportointivelvollisuus on koskenut tietoja ainoastaan ”tärkeimmistä” markkinoista ja välineistä, joilla se käy kauppaa sekä ”merkittävimmistä” vaihtoehtorahaston riskikeskittymiä.

Komissiolle siirrettäisiin valta hyväksyä ESMA:n luonnostelemaat tekniset sääntelystandardit, joissa yksilöidään raportoitavat tiedot. ESMA:n tulisi ottaa huomioon muut vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevat raportointivaatimukset sekä 69 b artiklan 2 kohdan mukaisesti laadittu kertomus. Kyseisessä artiklassa edellytettäisiin ESMA:n laativan komissiolle kertomus yhden netyn valvontatietojenkeruun kehittämiseksi ja siinä tulisi keskittyä siihen, miten voidaan vähentää päällekkäisyyksiä ja epäjohtonmukaisuutta varainhallintasektorin ja muiden rahoitusalan sektorien raportointikehyksissä sekä miten standardoida tietoja ja varmistaa toimivaltaisten viranomaisten jo raportoimien tietojen tehokas jakaminen ja käyttö. Kertomus olisi laadittava yhteistyössä Euroopan keskuspankin sekä muiden Euroopan valvontaviranomaisten ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten kanssa.

Komissiolle siirrettäisiin myös valta hyväksyä ESMA:n luonnostelemaat tekniset täytäntöönpanostandardit raportoitavien tietojen muodosta ja raportointitiheydestä.

3.1.5 Säilytysyhteisöjä koskevat vaatimukset

AIFMD:ssä edellytetään vaihtoehtorahaston säilytysyhteisön sijaitsevan vaihtoehtorahaston kotijäsenvaltiossa. Vuoteen 2017 asti oli kuitenkin voimassa poikkeussäännös, jonka mukaan vaihtoehtorahaston kotijäsenvaltion toimivaltainen viranomainen voi sallia, että toiseen jäsenvaltioon sijoittautunut laitos nimetään vaihtoehtorahaston säilytysyhteisöksi.

Koska tietyillä keskittyneillä markkinoilla on ollut haasteita säilytysyhteisöpalvelujen tarjonnassa, komissio ehdottaa AIFMD:n 61 artiklan 5 kohdan siirtymäsäännöstä muutettavaksi siten, että toimivaltaisten viranomaisten sallittaisiin edelleen myöntävän poikkeus säilytysyhteisön sijoittautumispaikkaa koskeviin vaatimuksiin.

AIFMD:n 21 artiklan 11 kohdan toisen alakohdan c alakohtaa muutettaisiin siten, että siihen lisättäisiin säilytysyhteisölle poikkeus noudattaa huolellisuusvaatimuksia nimetessään taho, jolle se ulkoistaa säilytystoimintoja, jos tämä taho on liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskus. Lisäksi direktiivissä todettaisiin, että arvopaperikeskuksen tarjoamia palveluja sen toimiessa liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskuksena ei katsottaisi säilytysyhteisön säilytystoiminnon ulkoistamiseksi.

3.2 Sijoitusrahastodirektiivin muuttaminen

Sijoitusrahastodirektiiviin ehdotetut muutokset vastaisivat pitkälti AIFMD:n muutoksia ulkoistamisen, valvontatietojen raportoinnin, likviditeettiriskien hallinnan ja säilyttäjien tasapuolisen kohtelun osalta.

Sijoitusrahastodirektiivin 7 artiklaa rahastoyhtiön toimiluvan myöntämistä koskevista edellytyksistä muutettaisiin AIFMD:tä vastaavasti rahastoyhtiön liiketoimintaa johtavien henkilöiden vähimmäismäärän ja täysipäiväisyyden osalta. Samoin toimilupahakemuksessa olisi esitettävä selvitys asianmukaisista henkilö- ja teknisistä resursseista.

Sijoitusrahastodirektiivin 13 artiklaa ulkoistamisesta muutettaisiin siten, että siinä selvennettäisiin ulkoistamista koskevia vaatimuksia sovellettavan kaikkiin direktiivin liitteessä II lueteltuihin toimintoihin ja 6 artiklan 3 kohdan mukaisesti oheispalveluihin. Lisäksi AIFMD:n ja sijoitusrahastodirektiivin ulkoistamiskehysten yhdenmukaistamiseksi rahastoyhtiön olisi objektiivisin syin pystyttävä perustelemaan koko ulkoistamisrakenne. Artiklaan lisättäisiin AIFMD:tä vastaavat säännökset toimivaltaisten viranomaisten ulkoistamisilmoituksista ESMA:lle silloin, kun rahastoyhtiö ulkoistaa omaisuudenhoito- tai riskienhallintatehtäviä kolmansiin maihin enemmän kuin mitä säilyttää itsellään. Komissiolle siirrettäisiin valta hyväksyä delegoidut säädökset, joissa täsmennettäisiin edellytykset ulkoistamiselle asetettujen vaatimusten täyttämistä sekä edellytykset, joiden täytyessä rahastoyhtiön katsotaan siirtäneen toimintojaan niin laajasti, että siitä tulee postilaatikkoyhtiö.

Sijoitusrahastodirektiiviin lisättäisiin uusi 18 a artikla likviditeetinhallintavälineistä. Vaihtoehtorahastosääntelyä vastaavasti rahastoyhtiön olisi valittava lunastusten keskeyttäminen lisäksi vähintään yksi toinen likviditeetinhallintaväline. Likviditeetinhallintavälineet lueteltaisiin direktiiviin uudessa liitteessä IIA, ja niiden ominaisuuksia täsmennettäisiin ESMA:n luonnostelemilla teknisillä sääntelystandardeilla. Jäsenvaltioille asetettaisiin velvollisuus varmistaa, että saatavilla olisivat vähintään mainitussa liitteessä luetellut likviditeetinhallintavälineet.

Sijoitusrahastodirektiiviin lisättäisiin uusi 20 a artikla rahastoyhtiön valvontatietojen raportointivelvollisuudesta. Rahastoyhtiölle asetettaisiin velvollisuus raportoida säännöllisesti toimivaltaiselle viranomaiselle markkinat ja välineet, joilla se käy kauppaa hoitamansa sijoitusrahaston lukuun. Komissiolle siirrettäisiin valta hyväksyä ESMA:n luonnostelemat tekniset sääntelystandardit, joissa yksilöidään raportoitavat tiedot. ESMA:n tulisi ottaa huomioon muut rahastoyhtiöitä koskevat raportointivaatimukset sekä 20 b artiklan mukaisesti laadittu kertomus. Sijoitusrahastodirektiiviin lisättäisiin uusi 20 b artikla, jossa säädettäisiin AIFMD:tä vastaavasti ESMA:lle velvollisuus laatia kertomus yhdennetyn valvontatietojenkeruun kehittämisestä.

Sijoitusrahastodirektiivin 22 a artiklaa muutettaisiin AIFMD:tä vastaavasti selventämällä, ettei arvopaperikeskuksen tarjoamia palveluja sen toimiessa liikkeeseenlaskija-arvopaperikeskukseksi ei katsottaisi säilytysyhteisön säilytystoiminnon ulkoistamiseksi.

Sijoitusrahastodirektiivin 84 artiklaa sijoitusrahaston osuuksien lunastamisesta muutettaisiin siten, että lunastusten keskeyttämisen lisäksi siinä säädettäisiin rahastoyhtiön mahdollisuudesta käynnistää myös muu valitsemansa likviditeetinhallintaväline. Lisäksi artiklaa muutettaisiin siten, että toimivaltaisille viranomaisille annettaisiin lunastusten keskeyttämisen lisäksi oikeus vaatia lunastusten lykkäämisen sekä muun sijoitusrahaston valitseman likviditeetinhallintavälineen käynnistämistä tai päättämistä.

Sijoitusrahastodirektiivin 98 artiklaa muutettaisiin vahvistamalla toimivaltaisten viranomaisten välistä yhteistyötä.

Sijoitusrahastodirektiivin uudessa 101 a artiklassa säädettäisiin ESMA:n suorittamasta ulkoistamissääntelyn soveltamista koskevasta vertaisarvioinnista.

Jäsenvaltioiden olisi pantava AIFMD:n ja sijoitusrahastodirektiivin muutokset kansallisesti täytäntöön 24 kuukauden kuluttua direktiivin voimaantulosta.

4 Ehdotuksen oikeusperusta ja suhde suhteellisuus- ja toissijaisuusperiaatteisiin

4.1 Oikeusperusta

Direktiiviehdotus perustuu alkuperäisen AIFMD:n ja sijoitusrahastodirektiivin mukaisesti Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 53 artiklan 1 kohtaan. Ehdotus käsitellään tavallisessa lainsäätämisyjärjestyksessä ja hyväksymisestä päätetään neuvostossa määräenemmistöllä.

Valtioneuvosto pitää komission ehdotusta oikeusperustan näkökulmasta perusteltuna. Direktiiviehdotuksen voidaan katsoa liittyvän sisämarkkinoiden toteutumista ja rajat ylittävien palveluiden tarjoamista koskeviin toimenpiteisiin jäsenvaltioiden lainsäädännön yhdenmukaistamiseksi.

4.2 Toissijaisuusperiaate

Euroopan unionista tehdyn sopimuksen (SEU) 5 artiklan 3 kohdan toissijaisuusperiaatteen mukaisesti EU:n tasolla on toteutettava toimia vain, jos jäsenvaltiot eivät voi yksi riittävällä tavalla saavuttaa suunnitellun toiminnan tavoitteita, vaan ne voidaan toiminnan laajuuden tai vaikutusten vuoksi saavuttaa paremmin unionin tasolla.

Komissio katsoo ehdotuksen noudattavan toissijaisuusperiaatetta. AIFMD ja sijoitusrahastodirektiivi hyväksyttiin toissijaisuusperiaatetta noudattaen ja niillä pyrittiin lähtökohtaisesti jäsenvaltioiden rajat ylittävästi poistamaan markkinoiden pirstaleisuutta, hallitsemaan rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä ja varmistamaan korkeatasoinen sijoittajansuoja. Komission mukaan ehdotetuilla parannuksilla täydennettäisiin tätä sääntelykokonaisuutta, mutta samalla säilytettäisiin tasapaino keskeisten riskienhallintakeinojen harmonisoinnin ja täytäntöönpanon yhteydessä jäsenvaltioille annettavan joustavuuden välillä.

Valtioneuvosto pitää komission ehdotusta toissijaisuusperiaatteen mukaisena.

4.3 Suhteellisuusperiaate

SEU 5 artiklan 4 kohdan suhteellisuusperiaatteen mukaisesti unionin toiminnan sisältö ja muoto eivät saa ylittää sitä, mikä on tarpeen perussopimusten tavoitteiden saavuttamiseksi. Komission mukaan lainsäädäntöehdotus on tarpeen vaihtoehtorahastojen sisämarkkinoiden viimeistelemiseksi varmistamaan johdonmukainen lähestymistapa EU:n vaihtoehtorahastomarkkinoiden makrovakauden valvontaan sekä korkeatasoinen sijoittajansuoja.

Komission mukaan uudet vaatimukset lainanantorahastoja hoitaville vaihtoehtorahastojen hoitajille on suunniteltu yleisiksi periaatteiksi, eikä niiden katsota tarpeettomasti häiritsevän olemassa olevia liiketoimintamalleja. Sijoittajansuojan osalta ehdotetut uudet tiedonantovaatimukset olisivat yhdenmukaisia sellaisten parhaiden markkinakäytäntöjen kanssa, jotka tulisi ulottaa kaikkien sijoittajien saataville unionissa. Ehdotus säilytysyhteisön palvelujen rajat ylittävästä saatavuudesta muodostaisi oikean tasapainon vaihtoehtorahaston ja sijoittajien tarpeiden välillä. Ulkoistamisen osalta ehdotetut selvennykset säilyttäisivät tämän toiminnan arvokkaat piirteet, mutta varmistaisivat samalla, että käytettävissä on riittävästi henkilöresursseja valvomaan, että ydintehtävät säilyvät rahastonhoitajalla.

Valtioneuvosto pitää komission ehdotusta suhteellisuusperiaatteen näkökulmasta perusteltuna. SEUT 290 artiklan mukaan lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksyttävässä säädöksessä voidaan siirtää komissiolle valta antaa muita kuin lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksyttäviä, soveltamisalaltaan yleisiä säädöksiä, joilla täydennetään tai muutetaan lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksytyn säädöksen tiettyjä muita kuin sen keskeisiä osia. Lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksyttävissä säädöksissä määritellään nimenomaisesti tällaisen säädösvallan siirron tavoitteet, sisältö,

soveltamisala ja kesto. Direktiiviehdotukseen sisältyviä komission valtuuksia antaa delegoituja säädöksiä sekä valtuuksien tarkkarajaisuutta on tästä näkökulmasta tarkasteltava huolellisesti.

5 Ehdotuksen vaikutukset

5.1 Vaikutukset lainsäädäntöön

Direktiivin täytäntöönpano edellyttää muutoksia ainakin vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin (162/2014), sijoitusrahastolakiin (213/2019) ja Finanssivalvonnasta annettuun lakiin (878/2008).

5.2 Vaikutukset talouteen

Vaikutukset rahoitusmarkkinoille

Komissio on julkaissut lainsäädäntöehdotuksensa yhteydessä vaikutusarviointiasiakirjan (SWD(2021) 341 final).

Komission mukaan ehdotetut muutokset vaikuttaisivat myönteisesti rahoitusvakauteen kohdistuvien riskien seurantaan ja hallintaan. Lainanantorahastoja hoitavien vaihtoehtorahastojen hoitajien vankka sääntely parantaisi ja yhdenmukaistaisi riskienhallintaa rahastotasolla EU:ssa, mikä puolestaan voisi vähentää rahoitusvakauden kokonaisriskejä. Ehdotetut rajoitukset lainanantorahastojen toimintaan voisivat vähentää mahdollisia heijastevaikutuksia muualle rahoitusjärjestelmään, kun tartuntakanavia vähennettäisiin. Komission mukaan suuren lainanantorahaston kaatuminen voisi aiheuttaa järjestelmäriskin silloin, kuin se kytkeytyy rahoitusjärjestelmän muihin osatekijöihin ja erityisesti luottolaitoksiin. EKP:n tietojen mukaan 18 EU:n 25:stä suurimmasta omaisuudenhoitajasta oli pankkien johtamia vuonna 2013. EKP:n sijoitusrahastotietoihin (Q1/2021) ja Orbis-tietokantaan perustuvat komission laskelmat osoittavat, että vuoden 2021 ensimmäisellä vuosineljänneksellä vähintään 43,7 prosentissa kaikista sellaisista EU:n rahastoista, joita hoitaa rahastoyhtiö, tuo yhtiö oli osa pankki- tai vakuutusryhmittymää. Komission mukaan nämä rakenteelliset sidokset voivat synnyttää mahdollisia tartuntakanavia. Vaihtoehtorahastojen lainanannon uudistetut sisäiset prosessit edesauttaisivat lainasalkkujen hyvää hallinnointia ja samalla lisättäisiin läpinäkyvyyttä vaihtoehtorahastojen myöntämistä lainoista sijoittajia ja valvojia kohtaan.

Parantamalla raportoitavan tiedon tarkkuutta muun muassa lainanantomarkkinoista olisi mahdollista paremmin tarkkailla vaihtoehtorahastomarkkinoiden riskien kasaantumista ja makrotaloudellisia kehityssuuntia, jolloin tarvittavat valvontatoimenpiteet pystyttäisiin ajoittamaan paremmin.

Likviditeetinhallintavälineiden harmonisoinnin osalta komissio arvioi, että monipuolisempi mahdollisuus hyödyntää erilaisia likviditeetinhallintavälineitä jäsenvaltioista riippumatta mahdollistaisi likviditeettiriskien tehokkaamman hallinnan ja sen, että omaisuuserien pakkomyynti voitaisiin välttää rahoitusmarkkinoiden stressikausien aikana. Samoin toimivaltaisten viranomaisten laajempi keinovalikoima palvelisi rahoitusvakaudellisia tarpeita.

Vaikutukset rahastosektoriin

Komissio arvioi ehdotuksensa tehostavan EU:n vaihtoehtorahastomarkkinoiden toimintaa. Lainanantorahastojen hoitamisen edellytysten harmonisointi mahdollistaisi sen, että vaihtoehtorahastojen hoitajien olisi mahdollista harjoittaa lainanantotoimintaa kaikkialla unionissa. Tällä

hetkellä lainananto on jäsenvaltiosta riippuen joko kokonaan kielletty tai sallittu ainoastaan paikallisesti. Komission ja ESMA:n keräämien tietojen mukaan 80 prosenttia toimivaltaisista viranomaisista sallii vaihtoehtorahastojen harjoittaa lainanantoa ja 16,7 prosenttia on kieltänyt sen. Kuitenkin vain kolmanneksella on erityistä sääntelyä lainanannon osalta. Lainanantorahastojen laajemmat markkinat voisivat mahdollistaa niiden nopeamman kasvun.

Komission mukaan vaihtoehtorahastojen lainanantotoimintaa koskevan sääntelyn harmonisoinnilla ei luotaisi merkittäviä uusia velvoitteita vaihtoehtorahastojen hoitajille, sillä AIFMD edellyttää jo nykyään tehokkaita sisäisiä riskienhallintaprosesseja. Luottoriskin hallintaan liittyvät toimenpiteet kuuluisivat tavallisesti rahaston riskienhallintaan liittyviin sisäisiin kokonaiskustannuksiin. Yhteisen lähestymistavan omaksuminen todennäköisesti alentaisi operatiivisia kustannuksia selkeyttämällä sovellettavia vaatimuksia. Tältä osin lisäkustannukset kohdistuisivat todennäköisesti lähinnä sellaisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin, joilla ei ole jo hyviä luotonantokäytäntöjä. Keskittymärajojen käyttöönotto edellyttäisi, että vaihtoehtorahaston toiminta rajoitettaisiin näiden rajojen mukaiseksi, mistä voi aiheutua kustannuksia. Vaihtoehtorahastojen hoitajat voisivat mahdollisesti kuitenkin hyödyntää nykyisiä sijoitus- ja lainanotto-rajojen noudattamista koskevia sisäisiä järjestelmiään myös uusien rajoitusten noudattamisessa.

Ehdotus yhdenmukaistaisi vaihtoehto- ja sijoitusrahastojen likviditeettiriskien hallintaa saattamalla samat likviditeetin hallintavälineet saataville kaikkialla unionissa. Keinovalikoiman harmonisointi laajentaisi myös Suomen rahastosääntelyssä sallittujen likviditeetin hallintavälineiden valikoimaa (esimerkiksi *side pockets*) ja lisäisi siten toimijoiden valintamahdollisuuksia. Likviditeetin hallintavälineiden käyttöönotosta toimijoille mahdollisesti syntyviä kustannuksia rajoittaisi se, että toimijoilla on jo nyky sääntelyn nojalla käytössään sisäiset menettelyt likviditeettiriskien hallitsemiseksi. Uusien likviditeetin hallintavälineiden käyttöönotto edellyttäisi rahastodokumenttien päivittämistä, mistä voi aiheutua toimijoille jonkin verran kustannuksia.

Kansallisille toimivaltaisille viranomaisille myönnetty oikeus poiketa vaihtoehtorahaston säilytysyhteisön sijaintipaikkaa koskevasta vaatimuksesta voisi pienentää poikkeusta hyödyntävien säilytysyhteisöjen kustannuksia. Säilytysyhteisöjen ei tarvitsisi hakea toimilupaa kyseisessä jäsenvaltiossa, vaan ne voisivat tarjota palvelujaan rajat ylittävästi. Komissio arvioi säilytysyhteisöjen säästävän uuden toimiluvan osalta 6 000–9 200 euroa sekä vuosittaisten valvontamaksujen osalta 4 400–9 400 euroa jäsenvaltiosta riippuen. Pienemmillä markkinoilla voisi olla parempi tarjonta säilytysyhteisön palveluista, minkä komissio odottaa lisäävän tehokkaiden palvelukokonaisuuksien tarjontaa ja kilpailukykyisempää hinnoittelua. Ehdotus ei kuitenkaan merkittävästi vaikuttaisi niihin kustannuksiin, joita säilytysyhteisöille aiheutuu toiminnan sopeuttamisesta paikallisiin olosuhteisiin, minkä johdosta tosiasialliset vaikutukset voivat jäädä vähäisemmiksi.

Valvontatietojen raportoinnista aiheutuvia kustannuksia komissio ei ole vielä pystynyt arvioimaan, sillä vaikutukset ovat riippuvaisia ESMA:n selvityksestä yhdennetyn valvontatietojenkehuun kehittämiseksi sekä siitä, miten raportoitavat tiedot lopulta muuttuisivat. On kuitenkin todennäköistä, että EKP:n ja AIFMR:n raportointivaatimusten yhdistäminen synnyttäisi kertaluontoisia kustannuksia, mutta samalla voitaisiin saada säästöjä poistamalla nykyisten raportointivaatimusten päällekkäisyyttä. Sijoitusrahastojen osalta harmonisoitu raportointi olisi uutta, mistä voidaan katsoa syntyvän rahastoyhtiöille kustannuksia. Vaikka raportointiin tapahtuvat muutokset voisivat aiheuttaa kertaluontoisia kustannuksia, on tehostetun raportoinnin hyötyjä syytä arvioida pidemmällä aikavälillä ja erityisesti rahoitusvakaussäädöskulmasta.

Vaikutukset yrityksiin

Ehdotettujen muutosten suorat vaikutukset reaalityalouteen ja pk-yrityksille ovat vähäisiä. Epäsuorasti vaihtoehtorahastojen lainantotoiminnan vapauttaminen voisi lisätä rahoitusta reaalityalouteen ja pk-yrityksille, joilla voi olla vaikeuksia saada pankkirahoitusta.

Vaikutukset sijoittajiin

Komission arvion mukaan ehdotukset parantaisivat sijoittajansuojaa unionissa. Esimerkiksi lainantorahastojen toimintaedellytysten harmonisointi lisäisi tällaisten rahastojen riskinkantokykyä ja läpinäkyvyyttä turvaten samalla riittävän tasoisen sijoittajansuojan. Samoin ulkoistamissäännökset varmistaisivat, että vaihtoehtorahastojen hoitajilla ja rahastoyhtiöillä on riittävät henkilöresurssit valvomaan ulkoistettua toimintaa. Sijoittajat pienemmillä markkinoilla voisivat hyötyä säilytysyhteisöpalvelujen rajat ylittävistä saavutettavuudesta, koska se todennäköisesti alentaisi säilytysyhteisöpalvelujen kustannuksia.

5.3 Viranomaisvaikutukset

Suomessa Finanssivalvonta on AIFMD:ssä ja sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettu toimivaltainen viranomainen. Komission arvion mukaan ehdotukset tehostaisivat toimivaltaisten viranomaisten välistä yhteistyötä ja varmistaisivat sen, että nämä soveltavat säännöksiä yhdenmukaisella tavalla. Toimivaltaisten viranomaisten työmäärää voisi kasvattaa raportointivaatimukseen tehtävät muutokset sekä ulkoistamisilmoituksiin liittyvät uudet velvollisuudet.

Toimivaltaisille viranomaisille ehdotetut laajemmat valvontavaltuudet päättää likviditeetin hallintavälineiden käytöstä edellyttäisivät valvojilta kykyä olla perillä yksittäisen rahaston päivitäisestä likviditeettitilanteesta. Nämä päätökset pohjautuvat markkinatilanteeseen liittyvien tietojen lisäksi myös yksittäisten rahastojen sijoituksia, omistusrakennetta sekä merkintä- ja lunastuspyyntöjä koskeviin tietoihin. Tällä hetkellä viranomaisilla ei välttämättä ole seurannassa ja käytössään reaaliaikaisesti kaikkia tällaisia tietoja, minkä johdosta valvontavaltuudet kasvattaisivat Finanssivalvonnan työmäärää. Rahastokohtaisten päätösten tekemisessä olisi kyse myös rahaston salkunhoidollisesta vastuusta ja tehtävästä, mikä kasvattaisi viranomaisen roolia nykyisestä.

6 Ehdotuksen suhde perustuslakiin sekä perus- ja ihmisoikeuksiin

Valtioneuvosto ei katso ehdotusten olevan ristiriidassa Suomen perustuslain tai Suomea velvoittavien perus- ja ihmisoikeussopimusten kanssa.

7 Ahvenanmaan toimivalta

Asia kuuluu Ahvenanmaan itsehallintolain (1144/1991) 27 §:n perusteella valtakunnan lainsäädäntövaltaan.

8 Ehdotuksen käsittely Euroopan unionin toimielimissä ja muiden jäsenvaltioiden kannat

Lainsäädäntöehdotuksen vastuuvaiokunta Euroopan parlamentissa on talous- ja raha-asioiden vaiokunta (ECON). Esittelijäksi on nimetty Isabel Benjumea (EPP).

Ehdotuksen käsittely on aloitettu neuvoston rahoituspalvelutyöryhmässä 2.12.2021. Muiden jäsenvaltioiden viralliset kannat eivät ole vielä tiedossa.

9 Ehdotuksen kansallinen käsittely

Ehdotus ja siihen liittyvä luonnos valtioneuvoston kirjelmäksi on ollut EU-asioiden komitean alaisen rahoituspalvelut ja pääomaliikkeet -jaoston (jaosto EU10) kirjallisessa käsittelyssä 15.–29.12.2021.

10 Valtioneuvoston kanta

Valtioneuvosto kannattaa komission direktiiviehdotusta ja sen taustalla olevaa tavoitetta vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun direktiivin tehokkuuden varmistamisesta. Valtioneuvosto yhtyy komission näkemykseen siitä, että direktiivillä on ollut myönteisiä vaikutuksia vaihtoehtorahastojen sisämarkkinoiden kehittymiseen. Valtioneuvosto kannattaa siten kohdennettuja muutoksia, joilla Euroopan vaihtoehtorahastomarkkinoista voidaan tehdä entistä tehokkaammat ja yhtenäisemmät.

Finanssi-innovaatiot saattavat lisätä rahoitusmarkkinoiden toimijoiden keskinäisiä riippuvuussuhteita niin, että sillä voi olla vaikutusta jopa markkinoiden vakauteen. Lainanantoa harjoittavien vaihtoehtorahastojen avulla on mahdollista parantaa markkinaehtoisen yritysrahoituksen saatavuutta. Jos nämä rahastot kuitenkin kasvavat suuriksi ja käyttävät kasvuunsa velkavipua, keskinäiset riippuvuussuhteet rahoitusjärjestelmän eri sektorien välillä kasvavat. Valtioneuvosto tukee lainanantoa harjoittavien vaihtoehtorahastojen toimintaedellytysten harmonisointia tällaiseen toimintaan liittyvien rahoitusvakaudeen riskien vähentämiseksi ja sijoittajansuojan varmistamiseksi.

Valtioneuvosto pitää tärkeänä komission pyrkimystä parantaa avointen vaihtoehtorahastojen ja sijoitusrahastojen likviditeetin hallintavälineiden saatavuutta koko EU:ssa. Erilaisten rahastotyyppien ja -rakenteiden vuoksi valtioneuvosto kannattaa ehdotuksen lähtökohtaa siitä, että rahastonhoitajalla säilyy harkintavalta valita rahaston sijoitusstrategiaan parhaiten sopivat likviditeetin hallintavälineet. Valtioneuvosto suhtautuu osittain varauksella toimivaltaisille viranomaisille ehdotettuun laajennettuun rooliin päättää itse rahastojen likviditeetin hallintavälineiden käytöstä, sillä toimivaltaisten viranomaisten ensisijaisena tehtävänä tulisi olla sen varmistaminen, että toimijoilla on itsellään riittävä mahdollisuus ja valmius näiden välineiden käyttöön. Ehdotusta käsiteltäessä olisi syytä arvioida huolellisesti ne tilanteet, jolloin toimivaltaisten viranomaisten roolia olisi perusteltua kasvattaa, sekä huolehtia siitä, että viranomaisten valtuudet on tarkkarajaisesti määritelty.

Vaihtoehtorahastojen säilytysyhteisöjä koskevien vaatimusten osalta valtioneuvosto suhtautuu avoimesti komission ehdottamaan sääntelyratkaisuun sallia toimivaltaisten viranomaisten kansallisesti poiketa vaihtoehtorahaston säilytysyhteisön sijaintipaikkaa koskevasta vaatimuksesta. Komission ehdotus voi parantaa säilytysyhteisöpalvelujen saatavuutta pienillä ja keskittyneillä markkinoilla. Valtioneuvosto huomauttaa kuitenkin, että sijoittajansuojan ja valvonnan tehokkuuden varmistamiseksi on lähtökohtaisesti tärkeää, että säilytysyhteisöllä on sama kotipaikka kuin vaihtoehtorahastolla. Tämän vaatimuksen merkitys korostuu erityisesti säilytysyhteisöille asetetuissa tehtävissä, joiden hoitaminen edellyttää EU:n tasolla harmonisoimattoman arvopaperi-, maksukyvyttömyys- ja kirjanpitolainsäädännön tuntemusta. Laajempi poikkeus nykyisiin säilytysyhteisöä koskeviin vaatimuksiin ei siten olisi toistaiseksi perusteltua. Ehdotusta käsiteltäessä olisi vielä syytä selvittää, tulisiko toimivaltaisten viranomaisten myöntämälle poikkeukselle asettaa tarkempia edellytyksiä.

Komission ehdotukseen sisältyy runsaasti uusia valtuussäännöksiä komissiolle antaa delegoituja säädöksiä. Valtioneuvosto pitää ehdotettavia valtuuksia lähtökohtaisesti perusteltuina, mutta katsoo sen samalla vaikeuttavan direktiiviehdotuksen lopullisten vaikutusten arviointia.

Tämä korostuu erityisesti valvontatietojen raportointia ja likviditeetinhallintavälineitä koske-
vissa ehdotuksissa, jossa ehdotusten tosiasialliset vaikutukset ovat pitkälti riippuvaisia alemman
asteisen sääntelyn yksityiskohdista.