

AN: Mandanten
VON: P+P Pöllath + Partners
DATUM: 21. Juli 2016
ZU: **ESMA veröffentlicht Empfehlung zur Erstreckung des Fondspasses auf 12 Drittstaaten: USA wird grundsätzlich als passfähig eingestuft.**

Am 19. Juli 2016 hat die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) ihre Empfehlung zur Anwendung des Passes nach Maßgabe der Richtlinie über Manager von alternativen Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) auf nicht-EU Manager alternativer Investmentfonds (AIFM) und nicht-EU alternative Investmentfonds (AIF) aus zwölf Drittstaaten veröffentlicht.

Die ESMA-Empfehlung setzt den Staat-für-Staat-Ansatz fort, den ESMA bereits in ihrer Empfehlung von 30. Juli 2015 verfolgte. Wir haben hierüber in einer früheren [Mandanteninfo](#) berichtet. ESMA kommt erneut auf die in dieser früheren Empfehlung untersuchten Drittstaaten zurück und wirft einen Blick auf sechs zusätzliche Drittstaaten. Anders als in ihrer vorigen Empfehlung schlägt sie nunmehr vor, dass die USA grundsätzlich – vorbehaltlich bestimmter Beschränkungen – ein passfähiger Staat ist.

Was bedeutet das in der Praxis?

Die Empfehlung der ESMA ist eine Voraussetzung für die Einführung des Drittstaaten-Passes durch die Kommission für grenzüberschreitende Verwaltung und grenzüberschreitenden Vertrieb durch nicht-EU AIFM. Grundsätzlich soll die Einführung

TO: Clients
FROM: P+P Pöllath + Partners
DATE: July 21, 2016
RE: **ESMA advises on extension of funds passport to 12 non-EU countries: U.S. generally deemed passport eligible.**

On July 19, 2015, the European Securities and Markets Authority (ESMA) published its advice in relation to the application of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) passport to non-EU Alternative Investment Fund Managers (AIFMs) and non-EU Alternative Investment Funds (AIFs) in twelve countries.

The ESMA advice continues the country-by-country approach of the ESMA advice dated July 30, 2015 we informed about in a previous [client info](#). ESMA revisits the non-EU countries examined therein and takes a look at six additional non-EU countries. Other than in their previous advice they now suggest that the U.S. is generally a country eligible for the passport subject to certain restrictions.

What does this mean in practice?

ESMA's advice is a condition for the introduction by the Commission of the non-EU passport for cross-border management and marketing by non-EU AIFMs which generally shall occur within three months following receipt of the advice. The impact

/..

des Passes innerhalb von drei Monaten nach Erhalt der Empfehlung durch die Kommission erfolgen. Die Auswirkung der ESMA-Empfehlung in Deutschland ist insbesondere hinsichtlich der Vertriebsaktivitäten von nicht-EU AIFM wichtig.

Vertrieb nach Deutschland durch nicht-EU AIFM mit Sitz in einem passfähigen Staat

Sobald die Kommission das Pass-Regime einführt, muss das Nachfolgende von nicht-EU AIFM, die in einem passfähigen nicht-EU Staat ansässig sind, berücksichtigt werden:

- Nicht-EU AIFM werden berechtigt, in allen EU Mitgliedstaaten auf Grundlage der AIFM Erlaubnis, die sie im sogenannten „Referenzmitgliedstaat“ erhalten, zu vertreiben. Dies setzt voraus, dass der AIFM die Anforderungen der AIFM-Richtlinie vollständig einhält. Der Referenzmitgliedstaat kann nicht im freien Ermessen des AIFM bestimmt werden, sondern muss unter anderem anhand des geografischen Schwerpunkts bestimmt werden, in dem der AIFM die Entwicklung eines effektiven Vertriebs zu entwickeln beabsichtigt.
- In Deutschland führt die Einführung des Passes zur Abschaffung des nationalen Anzeigeverfahrens (teilweise auch als „Privatplatzierungsregime“ bezeichnet) für die nicht-EU AIFM in passfähigen Staaten. Diese nicht-EU AIFM dürften AIF dann nur mittels des Passes vertreiben (was bedeutet, dass sie bei ihrem Referenzmitgliedstaat einen Erlaubnisantrag stellen und im

of ESMA’s advice is important in particular with respect to marketing activities in Germany by non-EU AIFMs.

Marketing into Germany by non-EU AIFMs with seat in passport eligible countries

Once the Commission introduces the passport regime the following will have to be considered by non-EU AIFMs located in such “passport eligible” non-EU countries:

- Non-EU AIFMs will be able to market in all EU Member States based upon the AIFM authorization to be obtained in the so called “Member State of Reference” which requires complying fully with the AIFMD requirements. The “Member State of Reference” cannot be determined freely at the AIFM’s discretion but has to be determined, among others, by the geographical focus in which the AIFM intends to develop effective marketing.
- In Germany such introduction of the passport for non-EU AIFMs will have the automatic effect of abolishing the national notification regime (sometimes also referred to as private placement regime) for the non-EU AIFMs in countries that are eligible for the passport. Such non-EU AIFMs could then only market by using the passport (which means that they have to apply for an

vollen Umfang die AIFM-Richtlinie erfüllen müssen).

Vertrieb nach Deutschland durch nicht-EU AIFM mit Sitz in einem nicht passfähigen Staat

Es bestand Unsicherheit dahingehend, ob nicht-EU AIFM mit Sitz in Staaten, die nicht als passfähige Staaten anerkannt werden, weiterhin berechtigt sein werden, sich auf die nationale Anzeige / das Privatplatzierungsregime berufen können. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat mündlich angedeutet, dass sie beabsichtigt, das nationale Anzeigeverfahren für solche AIFM weiterhin zuzulassen, die ihren Sitz in einem noch nicht passfähigen Staat haben. Dies ist tatsächlich hilfreich, aber BaFin hat diese Auffassung noch nicht offiziell veröffentlicht.

I. Zusammenfassung

ESMA hat nach Durchführung einer Staat-für-Staat-Überprüfung der aufsichtsrechtlich relevanten Belange in Guernsey, Hongkong, Jersey, Singapur, Schweiz, Kanada, Australien, Japan, Bermudas, Cayman Islands, auf der Isle of Man und in den Vereinigten Staaten folgende Schlussfolgerungen gezogen:

- Es bestehen keine Hindernisse, den Pass der AIFM-Richtlinie auf **Kanada, Guernsey, Japan, Jersey** und (nach Abschluss eines laufenden Gesetzgebungsverfahrens) auf die **Schweiz** auszudehnen.

authorization in the Member State of Reference and be fully AIFMD compliant).

Marketing into Germany by non-EU AIFMs with seat in countries which do not qualify for the passport

There has been uncertainty as to whether non-EU AIFMs with seat in countries which are not recognized as passport eligible countries will continue to be able to rely on the national notification / private placement regime. The German Federal Financial Supervisory Authority (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* – BaFin) has indicated orally that they intend to continue to permit the national notification regime to apply for such AIFMs based in countries which are not yet eligible for the passport. This is actually helpful but BaFin has not yet released an official publication of such view.

I. Summary

Having performed a country-by-country assessment of Guernsey, Hong Kong, Jersey, Singapore, Switzerland, Canada, Australia, Japan, Bermuda, Cayman Islands, the Isle of Man and the United States on the relevant regulatory issues, ESMA concludes:

- No obstacles exist to the extension of the AIFMD passport to **Canada, Guernsey, Japan, Jersey** and (once pending legislation is enacted) **Switzerland**.

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ Sollte die Europäische Kommission den Pass auf die Vereinigten Staaten ausweiten, könnte sie gewisse Einschränkungen in Betracht ziehen (z.B. nur für Fonds, die nur an professionelle Anleger vertrieben werden und keine öffentlichen Angebote abgeben). ▪ Es bestehen keine wesentlichen Hindernisse, den Pass der AIFM-Richtlinie auf Australien auszudehnen, vorausgesetzt, bestimmte Ausnahmenvorschriften (<i>class order relief</i>), die derzeit nur Fondsmanager aus dem Vereinigten Königreich und aus Deutschland erhalten können, werden auf alle EU-Mitgliedsstaaten erstreckt. ▪ ESMA's Beurteilung von Hong Kong und Singapur fällt nicht vorbehaltlos positiv aus. Hinsichtlich AIF gibt es keine wesentlichen Hindernisse den Pass der AIFM-Richtlinie auf AIF in Hongkong und Singapur zu erstrecken. Hongkong und Singapur erleichtern jedoch nur OGAW aus bestimmten EU-Mitgliedsstaaten den Zugang zu Kleinanlegern in ihrem Hoheitsgebiet. ▪ ESMA kann derzeit keine abschließende Empfehlung für Bermuda, die Cayman Islands oder die Isle of Man abgeben. | <ul style="list-style-type: none"> ▪ If the European Commission extends the passport to the United States, the Commission may consider certain restrictions (e.g. only funds marketed to only professional investors and no public offering). ▪ There are no significant obstacles to the extension of the AIFMD passport to Australia, provided certain relief provisions (<i>class order relief</i>), currently available only to fund managers from the UK and Germany, are extended to all EU Member States. ▪ With respect to Hong Kong and Singapore ESMA does not give an unreservedly positive assessment. In relation to AIFs, there are no significant obstacles to the extension of the AIFMD passport to AIFs in Hong Kong and Singapore. However, Hong Kong and Singapore facilitate the access of UCITS from only certain EU Member States to retail investors in their territories. ▪ ESMA cannot currently give definitive advice in respect of Bermuda, Cayman Islands, or the Isle of Man. |
|--|---|

Uns ist nicht klar, warum ESMA den Marktzugang in Drittstaaten auch unter dem Gesichtspunkt untersucht hat, wie EU-AIF in diesen Drittstaaten an Kleinanleger vertrieben werden können, da der Drittstaatenpass nur auf den Vertrieb an professionelle Anleger Anwendung findet.

It is unclear to us, why ESMA assessed access to the markets in non-EU jurisdictions also under the aspect of how EU AIFs can be marketed in such non-EU jurisdictions to retail investors given that the third-country passport only relates to marketing to professional investors.

II. Im Einzelnen

1. Vereinigte Staaten

Nachdem ESMA in ihrer vorangegangenen Empfehlung geraten hat, die Ausweitung des Passes der AIFM-Richtlinie auf die Vereinigten Staaten zu verzögern, bis die U.S. Behörden EU-AIFM/AIF einen besseren Marktzugang gewähren, scheint ESMA nun eine Ausweitung zu befürworten. Sie schlägt aber vor, bestimmte Einschränkungen vorzusehen.

ESMA schlägt drei Alternativen zur Beschränkung des Passes vor:

- Der Pass der AIFM-Richtlinie zum Vertrieb in Europa durch AIFM wird nur solchen U.S. Fonds gewährt, die professionellen Anlegern vorbehalten sind. Öffentliche Angebote sind ausgenommen. Das entspräche am ehesten den Marktzugangsvoraussetzungen für EU-Fonds in den Vereinigten Staaten. Die Schwierigkeit besteht darin, dass die AIFM-Richtlinie Vertrieb nicht unter dem Aspekt öffentlich und nicht-öffentlich definiert; ODER
- Der Pass der AIFM-Richtlinie wird nur solchen U.S. Fonds gewährt, die professionellen Anlegern im Sinne der AIFM-Richtlinie vorbehalten sind (vermögende Privatpersonen (HNWI) und sogenannte semiprofessionelle Anleger qualifizieren oftmals nicht als professionelle Anleger); ODER
- Der Pass der AIFM-Richtlinie wird nur solchen U.S. Fonds gewährt, die keine „mutual funds“ (nach Maßgabe des 1940

II. In Detail

1. United States

While ESMA recommended in its previous advice to delay the extension of the AIFMD passport to the United States until better market access is granted by U.S. authorities to EU AIFMs/AIFs, ESMA now seems to be in favor of an extension but suggests to implement certain restrictions.

ESMA suggests three alternatives of restrictions to which the passport could be linked:

- Granting the AIFMD passport only with respect to U.S. funds dedicated to professional investors to be marketed in the EU by AIFMs not involving any public offering. This would match the access conditions for EU AIFMs in the U.S. the closest. The difficulty is that the AIFMD does not define marketing in terms of public and non-public offerings; OR
- Granting the AIFMD passport only with respect to U.S. funds the investors of which are only professional investors as defined in AIFMD (professional investors would often not include high net worth individuals and so called semi-professional investors); OR
- Granting the AIFMD passport only with respect to U.S. funds which are not mutual funds (under the 1940 Investment Company

Investment Company Acts) sind. Hierbei handelt es sich um „*open-ended companies*“, die gewisse Ähnlichkeiten mit OGAW aufweisen.

2. Hongkong

Für Hong Kong kam ESMA zu dem Schluss, dass es hinsichtlich AIF keine wesentlichen Hindernisse gibt den Pass der AIFM-Richtlinie auf Hongkong zu erstrecken.

Die wesentlichen Bedenken beziehen sich auf den Vertrieb an Kleinanleger. Da der Pass der AIFM-Richtlinie nicht-EU AIFM jedoch nur den Vertrieb an professionelle Anleger in der EU erlaubt, sehen wir nicht, warum ESMA hierin ein Hindernis für eine positive Beurteilung sieht.

3. Singapur

ESMA hat auch die Beurteilung von Singapur abgeschlossen und kam zu dem Schluss, dass es hinsichtlich AIF keine wesentlichen Hindernisse gibt den Pass der AIFM-Richtlinie auf und Singapur zu erstrecken.

Wie im Fall von Hongkong beziehen sich die wesentlichen Bedenken auf den Vertrieb an Kleinanleger.

4. Australien

ESMA kam zu dem Schluss, dass es keine wesentlichen Hindernisse gibt den Pass der AIFM-Richtlinie auf Australien zu erstrecken.

ESMA erwähnt jedoch als Voraussetzung, dass eine australische Ausnahmebestimmung (*class*

Act). Mutual funds are open-ended companies with some similarities to UCITS.

2. Hong Kong

With respect to Hong Kong ESMA came to the conclusion that in relation to AIFs, there are no significant obstacles regarding the extension of the AIFMD passport to Hong Kong.

The main concerns relate to marketing to retail investors. But given that the AIFMD passport only allows non-EU AIFMs to market to professional investors in the EU we do not see why ESMA considers this to be an obstacle to give a positive assessment for Hong Kong.

3. Singapore

ESMA has also finished its assessment of Singapore and came to the conclusion that in relation to AIFs, there are no significant obstacles regarding the extension of the AIFMD passport to Singapore.

As in the case of Hong Kong the main concerns relate to marketing to retail investors.

4. Australia

ESMA came to the conclusion that there are no significant obstacles regarding the extension of the AIFMD passport to Australia.

However, ESMA mentions as precondition that an Australian exemption (*class order relief*) from an

order relief) von einer Erlaubnispflicht (*Australian financial services licence – ASFL*) für, unter anderem, ausländische Fondsmanager den AIFM aus allen EU-Mitgliedsstaaten offensteht. Bisher konnten nur AIFM aus Deutschland und dem Vereinigten Königreich sich auf eine solche Ausnahme berufen. Die australische Aufsichtsbehörde (*Australian Securities and Investments Commission – ASIC*) deutete an, dass sie bereit ist, eine Ausweitung des „*class order reliefs*“ auf alle EU-Mitgliedstaaten zu diskutieren.

5. Bermuda

ESMA kam zu dem Schluss, dass sie derzeit keine Empfehlung abgeben kann, insbesondere zu den Aspekten Anlegerschutz und Effektivität der Durchsetzung. Derzeit befinden sich Bermuda im Prozess der Einführung von aufsichtsrechtlichen Vorschriften vergleichbar mit der AIFM-Richtlinie und weiteren Durchsetzungs- und Ahndungsvorschriften. Eine abschließende Beurteilung ist nicht möglich, bevor die finale Fassung dieser Vorschriften vorliegt.

6. Cayman Islands

ESMA kam zu dem Schluss, dass sie derzeit keine Empfehlung abgeben kann, insbesondere zu den Aspekten Überwachung von Systemrisiken und Effektivität der Durchsetzung. Derzeit befinden sich die Bermudas im Prozess der Einführung von aufsichtsrechtlichen Vorschriften und Richtlinien hierzu. Eine abschließende Beurteilung ist nicht möglich, bevor die finale Fassung dieser Vorschriften vorliegt.

authorization requirement (*Australian financial services licence – ASFL*) for, amongst others, foreign fund managers is available to AIFMs from all EU Member States. So far only AIFMs from Germany and the UK can obtain such an exemption. The Australian Securities and Investments Commission (*ASIC*) indicated its willingness to discuss an extension of the class order relief to all EU Member States.

5. Bermuda

ESMA came to the conclusion that it cannot give any advice at the moment especially regarding the aspects of investor protection and effectiveness of enforcement. Currently Bermuda is in the process of implementing regulatory provisions similar to the AIFMD and further enforcement provisions. A final assessment is not possible before a final version of these provisions is available.

6. Cayman Islands

ESMA came to the conclusion that it cannot give any advice at the moment especially regarding the aspects of monitoring of systemic risks and effectiveness of enforcement. The Cayman Islands are preparing new legal provisions and regulatory policies in that regard. A final assessment is not possible before a final version of these provisions is available.

7. Isle of Man

ESMA kam zu dem Schluss, dass sie keine abschließende Beurteilung der Isle of Man im vorgegebenen Zeitrahmen abgeben kann. Das Fehlen von Rechtsnormen, die mit der AIFM-Richtlinie vergleichbar sind, macht es schwieriger, das Niveau des Anlegerschutzes zu beurteilen.

Außerdem werden einige EU-Mitgliedsstaaten als „designated territories“ betrachtet, was den Vertrieb an Kleinanleger erleichtert, die meisten allerdings nicht. Die Aufsichtsbehörde der Isle of Man (*Isle of Man Financial Services Authority – IOMFSA*) hat angedeutet, dass sie keine Einwände gegen die Erweiterung der Liste der „designated territories“ auf alle EU-Mitgliedsstaaten hat.

III. Nächste Schritte

Nach Durchsicht von ESMA's Empfehlungen sollte die europäische Kommission eigentlich innerhalb von drei Monaten delegierte Rechtsakte erlassen, um den „Drittstaatenpass“ umzusetzen (zumindest hinsichtlich der Drittstaaten, für die eine positive Beurteilung der ESMA vorliegt). ESMA schlägt jedoch vor, abzuwarten, bis sie eine positive Beurteilung einer „ausreichenden“ Zahl von Staaten vorgelegt hat, ohne dies näher zu spezifizieren. ESMA wird weiterhin an der Beurteilung von Drittstaaten arbeiten, die in dieser Empfehlung nicht erfasst sind.

Für relevante Drittstaaten mit denen derzeit keine aufsichtsrechtliche Kooperationsvereinbarung nach Maßgabe der AIFM-Richtlinie besteht (*Memorandum of Understanding – MoU*), setzt ESMA

7. Isle of Man

ESMA came to the conclusion that it cannot give a final assessment within the given timeframe. The absence of provisions comparable to the AIFMD makes it more difficult to assess the level of investor protection.

Additionally, some EU Member States are considered as “designated territories” facilitating marketing to retail investors, but most of them are not. The Isle of Man Financial Services Authority (IOMFSA) indicated that they would have no objection to extending the list of designated territories to all EU Member States.

III. Next Steps

After reviewing ESMA's advice the European Commission should publish delegated legislation with a view to implement the non-EU passport within three month (at least regarding those non-EU countries successfully passing ESMA's assessment). However, ESMA suggests to wait until it has given positive advice for a “sufficient” number of countries without providing any specification. ESMA will continue to work on its assessment of other non-EU countries not covered in this advice with a view to delivering further advice.

For those relevant non-EU jurisdictions with which no supervisory cooperation arrangements are currently in place for purposes of the AIFMD (memo-

ihre Bemühungen fort, ein solches MoU mit den jeweiligen Aufsichtsbehörden zu schließen.

In Anbetracht des Brexits könnte eine schnelle Umsetzung der Drittstaatenregelungen wünschenswert sein. Das ist weniger eindeutig für U.S. AIFM mit Vertriebsaktivitäten in Deutschland.

randum of understanding – MoU), ESMA will continue its efforts to agree on a MoU with the authorities concerned.

In light of Brexit a fast implementation of third-country rules could be desirable. This is less clear for U.S. AIFMs with marketing activities in Germany.

P+P Pöllath + Partners, Frankfurt

Dr. Andreas Rodin
+49 (69) 247047 – 17
andreas.rodin@pplaw.com

Patricia Volhard, LL.M.
+49 (69) 247047 – 16
patricia.volhard@pplaw.com

Dr. Peter Bujotzek, LL.M.
+49 (69) 247047 – 14
peter.bujotzek@pplaw.com

Jin-Hyuk Jang, LL.M.
+49 (69) 247047 – 16
jin-hyuk.jang@pplaw.com

Eric Olmesdahl
+49 (69) 247047 – 22
eric.olmesdahl@pplaw.com

P+P Pöllath + Partners, Berlin

Uwe Bärenz
+49 (30) 25353 – 122
uwe.baerenz@pplaw.com

Amos Veith, LL.M.
+49 (30) 25353 – 124
amos.veith@pplaw.com

Dr. Philip Schwarz van Berk, LL.M.
+49 (30) 25353 – 110
philip.schwarzvanberk@pplaw.com

Ronald Buge
+49 (30) 25353 – 120
ronald.buge@pplaw.com