

Tokyo Capital Markets Newsletter

[和仁 亮裕](#) [藤平 克彦](#) [内田 光俊](#) [合田 久輝](#) [細川 兼嗣](#) [宇波 洋介](#)

July 28, 2016

2016年07月28日

Extension of the AIFMD Passport to Non-EU Managers

By [Jeremy Jennings-Mares](#) and [Peter Green](#)

At present, non-EU managers of Alternative Investment Funds (“AIFs”) wishing to market actively their AIFs to European investors must use the National Private Placement Regime (“NPPR”) of each individual EU member state in which they intend to market. The AIFMD^[1] passport (the “Passport”), which allows for the management and/or marketing of AIFs in multiple member states based upon a single authorisation in one EU member state (the so-called Member State of Reference), is currently reserved only for managers of AIFs (“AIFMs”) established in the EU. However, the AIFMD states that the European Securities and Markets Authority (“ESMA”) must issue advice to the European Parliament, the Council and the European Commission on the application of the Passport to non-EU AIFMs.

Following its publication of a first set of advice on the application of the Passport to six non-EU countries – Guernsey, Hong Kong, Jersey, Switzerland, Singapore and the United States – ESMA has since published on 18th July 2016 a second set of advice on the application of the Passport to 12 non-EU countries – Australia, Bermuda, Canada, Cayman Islands, Guernsey, Hong Kong, Isle of Man, Japan, Jersey, Switzerland, Singapore and the United States.

Article 67(4) of the AIFMD states that ESMA must issue positive advice in relation to the extension of the Passport, where ESMA considers that there are no

AIFMD パスポートの非 EU 加盟国／地域のファンド運用者への拡大適用

執筆者: [Jeremy Jennings-Mares](#)、[Peter Green](#)

現行の EU の制度では、オルタナティブ投資ファンド(AIF)を運用する EU 非加盟国／地域の運用者は、そのオルタナティブ投資ファンドを欧州の投資家に販売しようとする際には、勧誘を予定する各 EU 加盟国の国別私募規制(National Private Placement Regime: NPPR)に従わなければなりません。AIFMD パスポート制度^[1](パスポート)を利用すれば、EU 加盟国のうちの一つ(Member State of Reference – 担当加盟国と呼ばれます)において許認可を得れば複数の EU 加盟国で AIF の運用又は販売を行うことができますが、この制度は現在のところ EU 域内で設立された AIF の運用者(AIFM)のみにしか適用されません。しかしながらこの点は現在見直しの過程にあり、AIFM 指令(Alternative Investment Fund Manager Directive: AIFMD)は、パスポート制度の適用を非 EU 加盟国／地域の AIFM にも拡大すべきか否かに関する助言を欧州議会、理事会及び委員会に対して行うよう、欧州証券市場機構(European Securities and Markets Authority: ESMA)に義務付けています。

ESMA は、パスポート制度の非 EU 加盟国／地域への適用に関する第一回の助言として、ガンジー、香港、ジャージー、スイス、シンガポール及び米国の 6 つの国／地域に関する助言を公表していましたが、2016 年 7 月 18 日付けで、第二回の助言を公表しました。第二回の助言では、オーストラリア、バミューダ、カナダ、ケイマン諸島、ガンジー、香港、マン諸島、日本、ジャージー、スイス、シンガポール及び米国の、12 の非 EU 加盟国／地域が対象とされています。

AIFMD67 条(4)は、投資家の保護、市場秩序、市場競争及びシステミックリスクのモニタリングの観点から、非 EU 加盟国／地域の AIFM による AIF の EU 域内での運用及び勧

significant obstacles regarding investor protection, market disruption, competition and the monitoring of systemic risk that would impede the application of the Passport to the management and/or the marketing of AIFs by non-EU AIFMs.

We have summarised below ESMA's advice in relation to the extension of the Passport to AIFMs in Japan (which was awarded one of the instances of ESMA's unqualified positive advice), as well as the United States, Singapore and Hong Kong (all of which received some qualification to their positive advice from ESMA).

Japan

ESMA has concluded that there are no significant obstacles regarding market disruption, obstacles to competition or the monitoring of systemic risk that would impede the application of the Passport to Japan.

Although ESMA is of the view that there are differences with respect to investor protection between the Japanese regulatory framework and the AIFMD, it considers that these differences are not a significant obstacle impeding the extension of the Passport to Japan.

The reason for this is that the AIFMD provides that the Passport will only be extended to those non-EU AIFMs who have obtained prior authorisation by the national competent authority of their EU member state of reference. In order to obtain this authorisation, the non-EU AIFM will have to comply with the requirements of the AIFMD, including its rules on remuneration and the rules in respect of appointing independent depositaries, regardless of the existing regulatory framework in their own country.

As a result, despite the positive ESMA advice, it seems that J-REITs will not be able to obtain such authorisation and utilise the Passport due to them not having separate independent depositaries.

United States

ESMA is of the view that there are no significant obstacles regarding the monitoring of systemic risk.

In respect of investor protection, though, it concludes that there are differences between the U.S. regulatory framework and the AIFMD, notably in relation to the

誘・販売に対してパスポート制度を適用するにあたり重大な障害となるような事由がないと ESMA が判断する場合には、ESMA はパスポート制度の適用について積極的な勧告をすべきであると規定しています。

以下は、日本 (ESMA が条件を付さずに積極的な勧告をしている例) と、米国、シンガポール及び香港 (これらの国/地域については、積極的な勧告ではあるものの一定の条件付) についての、ESMA の助言の要約です。

日本

日本へのパスポート制度の適用について、市場秩序、競争及びシステミックリスクのモニタリングの観点からは、重大な障害となるような事由はないと ESMA は結論付けています。

また、投資家保護の観点からは、日本の規制の体系と AIFMD 上の規制の体系との間には相違が見られるものの、ESMA はかかる相違がパスポート制度を日本に適用するにあつて重大な障害となるものではないと判断しています。

ESMA がかかる相違点を重視していないのは、AIFMD の規定上、非 EU 加盟国/地域の AIFM が EU 加盟国の一つを担当加盟国としてその規制当局から事前の許認可を受けている場合に限って、当該 AIFM に対してパスポートが適用されることが、その理由です。担当加盟国の許認可を受けるには、非 EU 加盟国/地域の AIFM は AIFMD が規定する要件を充足する必要があり、かかる要件には、報酬に関する規定及び独立の Depository (資産管理等の受託者) の指定が含まれます。すでに AIFM の本国における規制に従っている場合でも、さらに AIFMD の規制に従う必要があります。

従って、J-REIT は独立の Depository を別途指定していないため、ESMA の勧告にもかかわらず、パスポート制度の適用を受けるために必要な許認可を受けられず、従ってパスポートを利用できないのではないかと考えられます。

米国

米国におけるシステミックリスクのモニタリングの観点からは、重大な障害となるような事由はないと ESMA は結論付けています。

しかし、投資家保護の観点では米国の規制の体系と AIFMD 上の規制の体系との間には相違がみられると ESMA は結論付け、特に AIF が場合によっては自身の

ability of an AIF to act as its own custodian in some circumstances and the lack of remuneration rules equivalent to those in AIFMD. However, it concludes that these differences are not a significant obstacle impeding the application of the Passport to the United States (except to “self-custodian funds”) since a U.S. AIFM would need to comply with the AIFMD remuneration requirements in order to obtain authorisation in the EU and utilise the Passport.

In relation to market disruption and obstacles to competition, ESMA has concluded that EU AIFs dedicated to professional investors and marketed in the United States would not have the same market access that would apply to U.S. AIFs dedicated to professional investors and marketed in the EU in the event of the Passport being extended to U.S. AIFs. This is due to registration requirements under the U.S. regulatory framework, which generate additional costs, particularly in the case of funds marketed by managers that involve public offerings. ESMA acknowledges that in the case of marketing not involving a public offering in the United States, the conditions that would apply to passported U.S. funds dedicated to professional investors in the EU would be broadly comparable to the market access conditions of EU funds focused on U.S. professional investors. As a result, ESMA has suggested three possible options to the European Commission if the latter were minded to extend the Passport to the U.S.:

1. granting the Passport only to those U.S. funds dedicated to professional investors to be marketed in the EU without any public offering (although one difficulty with this is that the marketing of AIFs under AIFMD is not defined in terms of public and/or non-public offerings);
2. granting the Passport only to those U.S. funds which are not mutual funds under the 1940 Investment Company Act; and
3. granting the AIFMD Passport only to those U.S. funds which restrict investment to professional investors, as defined in the AIFMD.

Hong Kong

ESMA considers that, in relation to AIFs, there are no significant obstacles regarding investor protection, competition, market disruption or the monitoring of systemic risk that would prevent the extension of the

Custodian となれる点、また AIFMD と同等の報酬に関する規制がない点を挙げています。それでも、米国の AIFM が EU で許認可を得、パスポート制度を利用するためには AIFMD の報酬に関する規定に従わなくてはならないため、ESMA はかかる相違がパスポート制度を米国に適用するにあたって重大な障害となるものではないと判断しています。(但し、“self-custodian funds”は除きます。)

市場秩序および競争の観点では、パスポート制度が米国籍 AIF に適用された場合、プロ投資家向けとして米国において勧誘・販売を展開している EU 籍 AIF は、プロ投資家向けとして EU において勧誘・販売を展開している米国籍 AIF が持つのと同様の市場へのアクセスを享受しないと ESMA は判断しています。この理由は、米国の規制体系で義務付けられる登録制度です。これにより追加費用が生じることになりますが、運用者が公募形式含む形で勧誘・販売しているファンドでは特に顕著となります。米国における公募を含まない勧誘・販売の場合であれば、EU のプロ投資家向けのパスポート制度適用の米国籍ファンドに適用される条件は、米国のプロの投資家向けの EU 籍ファンドに適用される市場へのアクセス条件と概ね同等であると ESMA は確認しています。このため、パスポート制度を米国にも適用すると欧州委員会が決める場合、ESMA は同委員会に次の三つのオプションを提案しています。

1. 公募なしに EU で勧誘・販売をするプロ投資家向けの米国籍ファンドのみにパスポート制度適用を認める(但し、この場合には、AIFMD において AIF の勧誘・販売が公募・私募の区別に基づき定義されていないという難点があります)
2. 1940 年投資会社法の下でのミューチュアル・ファンドに該当しない米国籍ファンドのみにパスポート制度適用を認める
3. AIFMD で定義される場所のプロの投資家による投資に投資を限定する米国籍ファンドのみに AIFMD パスポート制度適用を認める

香港

香港籍 AIF へのパスポート制度の適用について、AIF に関する、投資家保護、市場競争、市場秩序及びシステミックリスクのモニタリングの観点からは、重大な障害となるような事由はないと ESMA は判断しています。しかし、香港におけ

Passport to Hong Kong AIFs. However, it notes that in relation to the access of retail funds (including UCITs) in Hong Kong, only certain jurisdictions in the EU are deemed to be “acceptable inspection regimes” with the consequence that UCITs funds established in some EU member states have better access to Hong Kong investors than UCITs funds established in other EU member states.

Singapore

ESMA considers that, in relation to AIFs, there are no significant obstacles regarding investor protection, competition, market disruption or the monitoring of systemic risk that would impede the extension of the Passport to Singapore AIFs. However, it notes that, similar to Hong Kong in relation to retail funds, only certain EU member states are “recognised” by the MAS in Singapore, meaning that the market access of UCITs funds established in those “recognised” member states in Singapore is better than the market access of UCITs established in other EU member states.

Next Steps

By 18 October 2016, the European Commission is mandated by AIFMD to adopt a delegated act that specifies the date when the Passport will be extended to those non-EU jurisdictions in respect of which ESMA has issued positive advice.

The intention of the AIFMD is that a non-EU AIFM in a jurisdiction to which the Passport is extended will, for a period of three years, have the option of either becoming authorised in its EU member state of reference and using the Passport to market or manage funds throughout the rest of the EU or, alternatively, continuing to use the individual NPPRs of those EU member states in which it wishes to market its AIFs. However, after that three-year period, the expectation is that for AIFMs in those non-EU jurisdictions that have the benefit of the Passport, NPPR regimes shall cease to be available. It is also possible that certain individual member states will withdraw their NPPR, and Germany, for instance, has already indicated that it will do so once the Passport has been extended.

The abolition of the NPPRs after three years will be dependent upon a further opinion from ESMA on the functioning of the Passport for non-EU AIFMs and its advice on the termination of the NPPRs in parallel with

リテールファンド(UCITs も含みます)についてのアクセスについていえば、EU の一定の国や地域のみが「許容可能な検査制度」(acceptable inspection regimes)を有しているとみなされており、この結果、特定の EU 加盟国で設立された UCITs ファンドの方が、他の EU 加盟国で設立された UCITs ファンドよりも香港の投資家へのアクセス上有利ということになります。

シンガポール

シンガポール籍 AIF へのパスポート制度の適用について、AIF に関する、投資家保護、市場競争、市場秩序及びシステムリスクのモニタリングの観点からは、重大な障害となるような事由はないと ESMA は判断しています。しかし、香港と同様に、リテールファンドについていえば、一定の EU 加盟国のみがシンガポールの金融監督庁 (Monetary Authority of Singapore: MAS) により「認定」(recognised) されています。つまり、「認定」された EU 加盟国で設立された UCITs ファンドが持つシンガポール市場へのアクセスは、他の EU 加盟国で設立された UCITs ファンドよりもいいということになります。

次の段階

欧州委員会は、2016 年 10 月 18 日までに、ESMA が積極的な勧告をした非 EU 加盟国／地域にパスポート制度を拡大適用する日を定める委任行為 (delegated act) を採択することを、AIFMD によって権限付与されています。

AIFMD によれば、パスポート制度の拡大適用対象とされた非 EU 加盟国／地域の AIFM は、3 年間は、EU 域内の該当加盟国において許認可を得たうえでパスポートの利用により他の EU 加盟国においてもファンドの販売と運用を行うか、引き続きその AIF の販売を希望する各 EU 加盟国において NPPR を利用するか、いずれかを選択できることが意図されています。しかし、3 年経過後は、パスポート制度の適用対象とされた非 EU 加盟国／地域の AIFM には、NPPR の制度は利用できなくなることが想定されています。また、個々の EU 加盟国が独自に NPPR を廃止する可能性もあり、たとえばドイツは、パスポート制度の適用が拡大された時点で NPPR を廃止する意向をすでに表明しています。

3 年後に NPPR が廃止されるか否かは、非 EU 加盟国／地域の AIFM へのパスポート制度の適用がどのように作用しているかに関する ESMA の追加の意見と、パスポート制度の存在と並行して NPPR を廃止すべきかについての

the existence of the Passport. That opinion and advice will be based upon such factors as:

1. the use made of the Passport;
2. problems encountered regarding effective cooperation among competent authorities, investor protection and investor access in the EU and the effective exercise of supervisory functions being prevented by the laws of the jurisdiction of the non-EU AIFM;
3. the negotiation, conclusion, existence and effectiveness of the required cooperation arrangements between the home jurisdiction of the AIFM and the EU member state of reference; and
4. the effectiveness of the collecting and sharing of information in relation to the monitoring of systemic risk by, amongst others, national competent authorities and ESMA.

ESMA will also consider the potential market disruptions and distortions in competition, i.e. whether there is a level playing field, and any potential negative effect on investor access or investment in or for the benefit of developing countries. It will also conduct a quantitative assessment to identify the number of third-country jurisdictions in which AIFMs are established that are marketing AIFs in a EU member state under either the Passport or the NPPRs.

If ESMA considers that there are no significant obstacles regarding investor protection, market disruption, competition or the monitoring of systemic risk that would impede the termination of the NPPRs, it is obliged to issue positive advice in this respect.

The European Commission must adopt delegated acts to specify the contents of the information on which ESMA is to base its opinion and advice, as mentioned above, but has not done so yet.

It will be important for the managers of AIFs, such as J-REITs, that do not fulfil the conditions for authorisation for the Passport to make representations to ESMA, in due course, concerning their need for individual member states to be allowed to maintain their NPPRs for such AIFs after the Passport becomes available to their country.

ESMA の勧告とに、依拠します。かかる意見と勧告の内容は、以下の諸要因に基づいて決定されるでしょう。

1. パスポートの利用状況
2. 管轄を有する規制当局間の協力を効果的に行おうとするに当たって生じる問題点、EU 域内における投資家保護と投資家の投資機会に関して生じる問題点、及び効果的な監督権限の行使について生じる、非 EU 加盟国／地域の AIFM に適用される域外の国／地域の法令に起因する障害
3. 域外 AIFM の本国の当局と EU 域内の担当加盟国の当局との間で必要となる協力のための協定に関する交渉及び締結の状況と、かかる協定の存否及び有効性
4. 各国の規制当局と ESMA との間、及びその他の関係者間で、システミックリスクのモニタリングに関わる情報の収集及び共有が効果的に実施されるか否か

ESMA はまた、市場の混乱要因となる虞や市場競争をゆがめる虞がないか(すなわち、公平な競争のための条件が整っているか)、及び途上国市場への投資家のアクセス又は投資に悪影響を及ぼす虞がないかも、考慮するでしょう。さらに、パスポート又は NPPR に依拠して EU 加盟国で AIF を販売する AIFM が設立された EU 域外の国／地域の数を特定し、数量的な分析も行うでしょう。

投資家保護、市場秩序、市場競争及びシステミックリスクのモニタリングの観点から、NPPR 廃止の重大な障害となるような事由がないと判断する場合には、ESMA は NPPR の廃止に向けて積極的な勧告をしなければなりません。

欧州委員会は、ESMA が意見を述べ助言を行うに当たって依拠すべき情報の内容を特定するための委任行為を採択する義務を負っていますが、まだかかる委任行為は採択されていません。

J-REIT など、パスポート適用に必要な許認可の条件を充たさない域外の AIF にとっては、しかるべきタイミングで ESMA に対して働きかけ、パスポート制度が自国に適用になった後も当該 AIF については引き続き各 EU 加盟国において NPPR を維持・継続できるようにする必要がある旨を、表明することが重要と考えられます。

Footnotes

^[1] Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No. 1060/2009 and (EU) No. 1095/2010.

脚注

^[1] Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No. 1060/2009 and (EU) No. 1095/2010.

For more information, please contact:

London

Jeremy Jennings-Mares
jjenningsmares@mofo.com

Peter Green
pgree@mofo.com

コンタクト

東京

和仁 亮裕
awani@mofo.com

藤平 克彦
kfujihira@mofo.com

細川 兼嗣
khosokawa@mofo.com

About Morrison & Foerster:

We are Morrison & Foerster—a global firm of exceptional credentials. Our clients include some of the largest financial institutions, investment banks, Fortune 100, technology and life science companies. We've been included on *The American Lawyer's* A-List for 12 straight years, and *Fortune* named us one of the "100 Best Companies to Work For." Our lawyers are committed to achieving innovative and business-minded results for our clients, while preserving the differences that make us stronger. Visit us at www.mofo.com.

Because of the generality of this update, the information provided herein may not be applicable in all situations and should not be acted upon without specific legal advice based on particular situations.

モリソン・フォースターについて

モリソン・フォースターは優れた実績を誇る世界的な法律事務所です。クライアントには大手金融機関、投資銀行、Fortune 100 企業、テクノロジー・ライフサイエンス関連企業等が名を連ねています。American Lawyer 誌の A-List に過去 12 年間連続で選ばただけでなく、Fortune 誌が「働きたい全米トップ 100 企業」として当事務所を挙げています。モリソン・フォースターの弁護士はクライアントのために最良の結果を出すことに全力を注ぐ一方で、より強固な事務所となるべく各弁護士の個性を失わないよう配慮しています。詳しくは、当事務所のウェブサイト(www.mofo.com)をご覧ください。

本稿は一般的なもので、ここに含まれる情報はあらゆる事案に適用されるものではなく、また個別の事案に対する具体的な法的アドバイスを提供するものでもありません。

© 2016 Morrison & Foerster LLP. All rights reserved. For more updates, follow Thinkingcapmarkets, our Twitter feed: <https://twitter.com/Thinkingcapmkt>.