



CENK AKSOY
İş Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı

UCITS Direktifleri

UCITS fonları, Avrupa Birliği (AB) pasaportuna sahip olarak yatırımcılara sunulurken, UCITS olmayan fonlar ise, ülkelerin kendi sınırları içerisinde pazarlanmaktadır.

UCITS (Undertaking Collective Investment in Transferable Securities) terimi, bu Direktifin gerekliliklerine uyan kolektif yatırım kuruluşları için kullanılmaktadır. Direktifin öngördüğü koşulları taşımayan fonlar ise "non-UCITS" olarak ifade edilmektedir. Söz konusu Direktif ilk olarak 1985 yılında düzenlenmiş, 1988 ve 2002 yıllarında ise değişikliğe uğramıştır. Son olarak UCITS III Direktifleri, 13 Şubat 2007 yılında Avrupa fon endüstrisinde uygulanmaya başlanmıştır. Direktife uyumlu faaliyetlerini yürüten tüm fonlar, UCITS III etiketi almaya hak kazanmıştır. UCITS fonları, Avrupa Birliği (AB) pasaportuna sahip olarak yatırımcılara sunulurken, UCITS olmayan fonlar ise, ülkelerin kendi sınırları içerisinde pazarlanmaktadır.

I. UCITS Direktifinin Amaçları

UCITS Direktifinin başlıca üç amacı vardır;

- Yatırım fonlarının başka ülkelerdeki yatırımcılara sunumunu kolaylaştırmak,
- Yatırım fonları için AB çapında uyumlaştırılmış bir yasal çerçeve oluşturmak,
- Yatırımcı haklarının korunmasını sağlamak.

AB'nin ana hedefleri arasında bulunan Birlik ülkeleri arasında sermayenin serbest dolaşımı ve hizmetlerin serbestçe sunumunun sağlanması, yatırım fonları ile ilgili olarak bir düzenleme yapılması ihtiyacını doğurmuştur. Bu ihtiyaç doğrultusunda bir ülkede kurulmuş olan bir yatırım fonunun diğer ülkelerdeki yatırımcılar tarafından da kolaylıkla alınıp satılabilmesi hedeflenmiştir. Buna ek olarak, bir ülkede yer alan fon yönetimi şirketlerinin, başka ülkelerde de portföy yönetimi hizmeti vermesi kolaylaştırılmaktadır.

Sermayenin AB içinde dolaşımı ve hizmet sunumu serbestliği için gerekli olan iki önemli araç bulunmaktadır. Birincisi, yatırım fonlarının, yani ürünün kendisinin ikincisi ise fon yönetim şirketlerinin, yani hizmet veren kurumların üye ülkeler arasında "AB pasaportuna" sahip olmasıdır.

Bu konuda gerekli olan yetkiyi, UCITS fonunun veya fon yönetimi şirketinin ofisi bulunduğu ülkenin merkezi düzenleyicisi vermektedir. AB pasaportu sayesinde diğer üye ülkelerde fonların pazarlanması veya fon yönetim şirketlerinin faaliyet göstermesi için, ilgili ülkenin merkezi düzenleyicisinin bilgilendirilmesi yeterli olmaktadır.

II. UCITS'in tanımı

UCITS'ler genel olarak:

- Tek amacı halktan toplanan paralarla devredilebilir menkul kıymetlere, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde kolektif yatırım yapmak olan,
- Paylarının karşılığı, pay sahiplerinin talebi üzerine, doğrudan veya dolaylı olarak bu kuruluşların sermayelerine eklenen veya sermayelerinden geri alınan (açık uçlu),
- Payları halka arz edilerek satılan, kuruluşlar olarak tanımlanmaktadır.

UCITS olmayan yapılar ise;

- Paylarını devredilebilir menkul kıymetlere yatırmayan yatırım fonları (gayrimenkul yatırım fonları vb.),
- Kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşları (yatırım ortaklıkları vb.),
- Payları halka arz edilmeyen kuruluşlar (özel fonlar vb.),
- Yatırım stratejisi, Direktifte yer alan tanımlara uymayan kuruluşlar (yapılandırılmış fonlar vb.), olarak ortaya çıkmaktadır.

Üye ülkeler, UCITS olmayan kuruluşlar için kendi ülke mevzuatlarına uygun düzenleme yapmaya yetkilidirler. Ancak bu fonlar diğer AB ülkelerinde pazarlanamamaktadır.

III. UCITS'lerin Hukuki Yapısı

Genel olarak kolektif yatırım kuruluşları dört tipte kurulabilmektedir;

- Tüzel kişiliğe haiz olmayan kolektif yatırım kuruluşları (Türkiye'deki yatırım fonları)
- Trust hukukuna göre kurulan kolektif yatırım kuruluşları (İngiltere ve İrlanda'daki unit trust'lar)
- Şirket tipi açık uçlu kolektif yatırım kuruluşları (Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları)
- Şirket tipi kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşları (Türkiye'deki yatırım ortaklıkları)

Türkiye'de UCITS kapsamına alınabilecek olan yapılar sadece yatırım fonu olarak kurulabilmektedir. Şirket statüsündeki UCITS'lerin kurulabilmesi için, mevzuatımızda değişken sermayeli yatırım ortaklığının (DSYO) düzenlenmesi gerekmektedir. Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları belirli bir sermaye ile kurulmakta ve sermayesini yatırımcılara ihraç etmektedir. Yatırımcılar sahip oldukları payları kendi aralarında alıp satabilecekleri gibi, şirkete de iade edebilmektedir. Bu durumda DSYO, dolaşımdaki kendi paylarını geri alarak sermayesini azaltıp çoğaltmaktadır.

IV. Fon Yönetim Şirketi

UCITS Direktifi ile UCITS fonlarının yönetimi için fon yönetimi şirketi kullanma zorunluluğu getirilmiştir. Direktifte fon yönetimi şirketi, "faaliyet konusu UCITS ve benzeri yapıları yönetmek olan şirket" şeklinde tanımlanmıştır. Fon yönetimi şirketi, esas olarak kolektif yatırım kuruluşunun yönetiminden başka bir işle uğraşmamaktadır.

Fon yönetimi şirketinin ana sorumluluk alanları, fonların kurulması, portföylerin yönetilmesi, idari işlemlerin yürütülmesi ve pazarlama faaliyetleridir. İdari işlemler, yasal belge ve kayıtların tutulması, denetim ve risk izleme sistemlerinin kurulması gibi işlemleri içermektedir.

Fon yönetimi şirketi, kurulu olduğu ülkenin merkezi otoritesi tarafından yetkilendirilmektedir. Yetkili otorite, şirketin, faaliyetlerini yerine getirebilecek deneyime ve donanıma sahip olup olmadığını değerlendirmektedir. Bir UCITS, yönetim şirketini değiştirmek isterse, yetkili otoritenin onayını almak zorundadır. Bir ülkenin merkezi düzenleyicisi, fon yönetimi şirketini onayladığında, şirket başka ülkelerde de hizmet verebilmektedir. Bunun için faaliyet göstermek istediği ülkenin merkezi düzenleyicisini bilgilendirilmesi yeterli olmaktadır.

V. Saklama Kuruluşu

Direktifle kurulan yapının önemli bir parçası, fon yönetimi şirketi ile saklamacının fonksiyonlarının ayrılmasıdır. Buna göre fon yönetimi şirketi, esas itibarıyla fon portföyünün sadece içtüzüğünde belirlenen stratejiye uygun olarak yönetilmesinden sorumludur. Saklamacı ise yalnızca fon varlıklarının saklamasından değil ayrıca fon portföy değeri ve pay değerinin hesaplanmasından, pay ihraçlarına ve geri alınmasına, takas işlemlerinin takip edilmesine kadar geniş bir alanda yer alan operasyonel işlemlerinin yürütülmesinden sorumludur. Direktifte UCITS varlıklarının bir saklama kuruluşu nezdinde saklanması zorunlu tutulmuştur. Saklamacı kuruluş, menkul kıymetlerin saklamasını yapmakla beraber önemli bir gözetim ve kontrol görevi de üstlenmektedir. Saklamacının sorumlulukları aşağıda özetlenmektedir.

- Fon paylarının satışı, ihracı, geri alımı, ödemesi ve iptalini mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olarak yapmak,
- Fon değerinin mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olarak hesaplanmasını sağlamak,
- Mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olmak kaydıyla fon yönetimi şirketinin talimatlarını yerine getirmek,

“ AB Pasaportu sayesinde fon yönetimi şirketleri, kurulduğu ülke dışında diğer üye ülkelerde de faaliyetlerini sürdürme hakkı elde etmektedir. Bu yetkiyi alabilmesi için bu tür şirketlerin ev sahibi ülkenin yetkili otoritesine bildirimde bulunması yeterli olmaktadır. ”



- Fonun varlıkları ile ilgili işlemlerde takas bedellerinin gerekli süreler içinde alınmasını veya ödenmesini sağlamak,
- Yatırım fonu gelirlerinin mevzuat ve içtüzük hükümlerine göre oluşumunu sağlamaktır.

Fon yönetim şirketleri ve UCITS fonlarına "AB pasaportu" ile Birlik çapında faaliyet gösterme yetkisi verilirken, saklamacılar için "AB pasaportu" bulunmamaktadır. Bir ülkenin yetkili otoritesince saklamacı olarak tanınan bir kurum, başka bir ülkede faaliyet göstermek istediğinde, o ülkede ayrıca yapılmalı, o ülkenin yetkili otoritesinden izin alınmalı ve yeniden "saklamacı kuruluş" olarak tanınmalıdır.

VI. UCITS III Direktifleri

UCITS III Direktifi temelde iki ayrı direktifin (yönetim ve ürün direktifleri) birleşiminden oluşmaktadır. Kollektif yatırım kuruluşlarının faaliyet alanlarını düzenlemesi açısından bu iki direktiften "**Yönetim Direktifi**" daha çok ön plana çıkmaktadır.

Yönetim Direktifi

Yönetim Direktifi, fon yönetim şirketlerine, "Avrupa Pasaportu" sahip olma hakkını vermektedir. AB ülkelerinde işlerlik kazanmak ve faaliyetlerini daha geniş alanlarda sürdürmek isteyen fon yönetim şirketleri için basitleştirilmiş fakat daha kapsamlı bir direktif oluşturulmuştur. Bu Direktif ile fon yönetim şirketlerinin ne gibi özelliklere sahip olması gerektiğinden, denetleme yöntemlerine kadar birçok konu düzenleme altına alınmaktadır. AB Pasaportu sayesinde fon yönetim şirketleri, kurulduğu ülke dışında diğer üye ülkelerde de faaliyetlerini sürdürme hakkı elde etmektedir. Bu yetkiyi alabilmesi için bu tür şirketlerin ev sahibi ülkenin yetkili otoritesine bildirimde bulunması yeterli olmaktadır.

Ayrıca Direktifin getirdiği diğer bir konu ise bir UCITS fonunun, faaliyetlerini daha verimli yürütebilmesi amacıyla fon yönetimi şirketinin kayıtlı bir ofisininin bulunduğu üye ülkede yer alması ge-

rekliliğidir. Bu amaca yönelik biri yerleşik iki yeterli tecrübeye sahip yöneticinin de fonun faaliyetleri ile ilgili sorumluluğu bulunmaktadır. Ayrıca fon yönetimi şirketi bazı fonksiyonlarını, bu işleri yapabilecek niteliklere sahip diğer hizmet sağlayıcılarına delege edebilmektedir. Bu durumda şirketin sorumluluğu devam ederken, delege ettiği işlerin yürütülmesi sırasında kontrol ve denetim görevlerini yerine getirmektedir. AB pasaportu, fon yönetim şirketine kurulu olduğu ülke dışında AB üyesi ülke otoritelerine bildirim yaparak faaliyetlerini genişletme imkanı vermektedir.

Yönetim Direktifi, yatırımcıya kolaylık ve ulaşılabilirlik sağlamak amacıyla "basitleştirilmiş içtüzük" (simplified prospectus) kavramını getirmiştir. Fonların satışı sırasında basitleştirilmiş içtüzük, yatırımcıların dikkatine sunulması zorunludur. Böylece üye ülkeler arasında fonlar ile ilgili belge gereksinimi açısından standart bir yaklaşım sağlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda söz konusu içtüzükde aşağıdaki konular yer almaktadır.

- Fonun tescil edildiği ülkeler ve fon yönetim şirketinin, servis sağlayıcıların, fon kurucusunun ve fon denetçisinin kimlikleri,
- Yatırım amaç ve ilkeleri, risk uyarıları ve yatırımcı profili,
- Vergi rejimi, ücretler, komisyonlar ve harcamalar,
- Fon pay alım/pay satım/pay çevirme ayrıntıları, dağıtım politikası ve Net Aktif Değeri (NAV) paylaşımının detayları,
- Düzenleyici otoritenin ismi ve tanıtım broşürü ile fon raporlarının nereden tedarik edilebileceği bilgisi.

Yönetim Direktifine göre; AB çapında faaliyet gösterecek olan fon yönetim şirketinin, ilk aşamada sermaye yeterliliğini sağlaması gerekmektedir.

- Fon yönetim şirketinin, ilk başlangıç sermayesi en az 125 bin Euro olmalı,
- Toplam yönetilen varlıklar 250 milyon Euro ya aştığı durumda, başlangıç sermayesi 10 milyon Euro ya erişene kadar, aşan kısım üzerinden %0.02

ek sermaye sağlanmalıdır.

Başlangıç sermayesi 10 milyon Euro nun üzerinde ise portföy büyüklüğüne bağlı sermaye ihtiyacı gereği kalmamaktadır.

Ürün Direktifi

Ürün Direktifi'nin amacı, kolektif yatırım kuruluşlarının sınır ötesi pazarlamasında uygulanan mevcut engelleri ortadan kaldırarak, yatırım yapmak için finansal araçlardaki çeşitliliği artırmaktır. Ayrıca, her bir finansal enstrüman için belirli yatırım sınırlamaları getirmektedir. Bu yeni Direktif ile para piyasası fonları, endeks fonlar, fon sepetleri ve türev ürünlere dayalı fonların, UCITS fonu olarak kurulması mümkün hale gelmiştir.

UCITS III Direktifleri, etkin portföy yönetimi teoremi altında UCITS fonlarına türev ürünlere yatırım yapma imkanı vermektedir. Ürün Direktifi ile türev ürünlere yatırımlar, organize piyasada işlem görenler dışında tezgah üstü piyasadaki işlemleri de kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Türev ürünlere yapılacak yatırımların toplamı, UCITS fonunun toplam net aktif değerini aşmamaktadır.

Bir diğer önemli konu fon yönetim şirketinin, her an gözetim ve kontrol ettiği, fon portföyünün toplam riskini ölçen bir risk yönetimi sürecinin varlığının olmasıdır. Türev ürünlere yatırım yapan fonların risk yönetimi sistemleri, yetkili otoriteler tarafından talep edilmektedir. Özellikle tezgah üstü piyasada gerçekleştirilen bu tür işlemlerin günlük olarak güvenilir ve doğrulanır değerlemeye tabi olması gerekmektedir. Ayrıca, işlemlerin karşı taraflarının yetkili otoriteler tarafından denetlenen bir kurum olması zorunludur.

Ürün direktifli aşağıdaki finansal enstrümanları içermektedir:

- Devredilebilir menkul kıymetler ve para piyasası araçları
- Banka mevduatları
- Diğer yatırım fonları payları
- Finansal türev araçları
- Endeks fonları

Avrupa fon endüstrisi, 2010 yılından önce uygulamaya geçilmesi beklenmeyen UCITS IV Direktifleri üzerinde çalışmalarını sürdürmektedir. Söz konusu yeni Direktif içerisinde en önemli konu, fon yönetim şirketlerinin de tam pasaporta sahip olmasıdır. Bu tam pasaport, fon yönetim şirketlerine, fonlarını, üye ülkelerin merkezi otoritelerinin talep ettiği yönetsel fonksiyonların tamamını gerçekleştirmek zorunda olmadan, Avrupa Birliği içerisinde pazarlayabilmesi imkanı tanımaktadır. Bugün fon endüstrisinde ağırlığı olan üye ülkeler arasında bahsedilen yönetsel fonksiyonların tamamı yerine bir kısmının kaldırılması tartışılmaktadır.

Değerlendirmeler

Düzenlemelerin son uyarlanması olan UCITS III direktifinin etkin olabilmesi üye devletlerin bu Direktifi nasıl uyguladıkları ile alakalıdır. Birçok ülke bu Direktifi kendi iç tüzüğüne uyumlu hale getirmiştir. Türkiye'ye baktığımızda ise, UCITS Direktiflerine henüz tam anlamıyla uyum sağlanamadığı görülmektedir. Türkiye'de Avrupa Birliği mevzuatına uyum çalışmaları çerçevesinde UCITS Direktifi çeşitli dönemlerde gündeme gelmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), UCITS Direktifi ile uyumlu fonların ülkemizde de kurulabilmesi için bir kanun taslağı hazırlamıştır. Bu maksatla SPK, Almanya'nın yetkili otoriteleri ve düzenleyici kurumları ile birlikte yaklaşık iki yıl sürdürdüğü çalışmaların ardından, AB Eşleştirme Projesini 2007 yılı sonunda tamamlamıştır. Projenin hedefi, sermaye piyasası mevzuatının AB müktesebatı ile uyumlaştırılması ve doğru uygulamasının sağlanması ve dolayısıyla yatırımcı haklarını koruyacak düzenlemelerin yerleştirilmesi sonucunda sermaye piyasaları vasıtasıyla yapılan yatırımların artırılmasıdır. Önümüzdeki yıl yasalması beklenen yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile UCITS Direktiflerine tam uyumlu fonların kurula-

bilmesi ve ülkemizin AB üyeliği gerçekleştiğinde, AB Pasaportu sayesinde ülkemizde kurulu fonların, AB üye ülkelerinde satılabilmesi mümkün olacaktır.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisi - İstatistikler

Avrupa yatırım fonları endüstrisi 2008 yılının ilk çeyreğinde %6.9 oranında azalarak 7.380 milyar Euro'ya gerilemiştir. UCITS Direktiflerine uygun kurulan fonların büyüklüğü %8 düşüşle 5.704 Euro seviyesine ulaşırken, non-UCITS fonların büyüklüğü %2.7 düşüşle 1.676 milyar Euro olmuştur. Global piyasalarda yaşanan finansal çalkantılar sebebiyle, para piyasası fonları hariç tüm fonların varlıklarında ciddi azalışlar görülmüştür.

2007 yılı sonunda %40 seviyesinde olan UCITS hisse senedi fonlarının toplam UCITS fonları içindeki payı, %36'ya gerilemiştir. Hisse senedi fonlarını sırasıyla bono fonları %22, para piyasası fonları %20, dengeli fonlar %16, fon se-

petleri %2 ve diğer UCITS fonları %4 olarak takip etmiştir. UCITS fonlarının net satışlar kalemi üst üste dört çeyrek için düşmektedir. Bu çeyrekte de fonlardan net olarak 31 milyar Euro çıkış yaşanmıştır. UCITS fonlarından en yüksek çıkış, 77 milyar Euro ile hisse senedi ve 40 milyar Euro ile bono fonlarında yaşanmıştır. Diğer taraftan para piyasası fonlarının satışında 82 milyar Euro artış görülmüştür.

2008 yılının ilk çeyreğinde finansal varlıklarda yaşanan değer kaybı nedeniyle non-UCITS yatırım fonları, toplamda azalırken, net satışlar kalemi 16 milyar Euro artış göstermiştir. Bu artış özel fonlarda yaşanırken, gayrimenkul ve diğer kategorisindeki fonlar ufak miktarda yükseliş göstermiştir.

Ülkelerin ulusal gereksinimlerine göre düzenlenen yatırım fonu niteliğindeki non-UCITS fonların %44'ü Almanların olmak üzere %60'ı özel fonlardan, %14'ü gayrimenkul fonlarından, ve kalan kısmı ise ülkelerin kendi özel düzenlemelerine göre kurulan fonlardan oluşmaktadır.

Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

Üye Ülkeler	31/03/2008		31/12/2007		31/13/2007	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim(1)	EUR m	% değişim(2)
Avusturya	153,180	2.1%	165,584	-7.5%	169,969	-9.9%
Belçika ⁽³⁾	126,494	1.7%	126,494	-	129,217	-
Çek Cumhuriyeti	6,292	0.1%	6,101	3.1%	5,414	16.2%
Danimarka	123,487	1.7%	132,215	-6.6%	125,970	-2%
Finlandiya	58,588	0.8%	66,000	-11.2%	64,708	8.3%
Fransa	1,443,900	19.6%	1,508,300	-4.3%	1,565,500	-7.8%
Almanya	989,515	13.4%	1,040,937	-4.9%	1,042,838	-5.1%
Yunanistan	20,117	0.3%	22,912	-12.2%	23,514	-14.4%
Macaristan	12,123	0.2%	12,571	-3.6%	10,571	14.7%
İrlanda ⁽⁴⁾	806,333	10.9%	806,768	-0.1%	769,145	4.8%
İtalya	323,333	4.4%	353,712	-8.6%	383,855	-15.8%
Liechtenstein	18,616	0.3%	20,452	-9.0%	17,359	7.2%
Lüksemburg	1,895,445	25.7%	2,059,395	-8.0%	1,927,360	-1.7%
Hollanda	82,360	1.1%	90,958	-9.5%	102,777	-19.9%
Norveç	41,733	0.6%	50,749	-17.8%	44,540	-6.3%
Polonya	30,475	0.4%	36,926	-17.5%	29,899	1.9%
Portekiz	33,028	0.4%	36,212	-8.8%	39,282	-15.9%
Romanya	2,963	0.0%	3,517	-15.8%	2,854	3.8%
Slovakya	4,160	0.1%	3,936	5.7%	3,412	21.9%
Slovenya	3,358	0.0%	4,134	-18.8%	3,244	3.5%
İspanya	260,206	3.5%	278,796	-6.7%	292,283	-11%
İsviçre	161,153	2.2%	159,853	0.8%	152,272	5.8%
İsveç	123,135	1.7%	139,380	-11.7%	142,214	-13.4%
Türkiye	15,089	0.2%	18,104	-16.7%	15,539	2.9%
İngiltere	645,358	8.7%	796,954	-19.0%	805,094	-19.8%
Tüm fonlar	7,380,441	100%	7,940,960	-7.1%	7,868,934	-6.2%
UCITS varlıkları	5,704,313	77.3%	6,200,417	-8%	6,188,232	-7.8%

(1) Aralık 2007 - Mart 2008 karşılaştırması; (2) Mart 2007 - Mart 2008 karşılaştırması; (3) 2007 Sonu; (4) Şubat 2008.

Kaynak: EFAMA