

EFAMA Gündemi

Finansal Araç Piyasaları Direktifi (MiFID-Markets in Financial Instruments Directive)

Finansal kurumlar tarafından sunulan hizmetlerin sayısının hızla yükselmesi ve her geçen gün artış gösteren finansal enstrümanların karmaşık yapıları, MiFID Direktiflerine ihtiyaç duyulmasına neden olmuştur. Finansal Araçların Pazarlanması ile ilgili Avrupa Birliği (AB) Direktifi olarak tanımlayabileceğimiz MiFID'in amacı, yatırımcıların korunmasını gözetmek ve fiyat şeffaflığını sağlayarak, üye ülkeler arasında yapılan sınır ötesi "cross-border" hizmetlerin en doğru şekilde yürütülmesini sağlayacak kuralları düzenlemektir. Finansal kurumların faaliyetleri ve organizasyonları çerçevesinde uyulması zorunlu olan yeni ve kapsamlı kurallar geliştiren MiFID, 2007 yılının Kasım ayında üye ülkeler arasında yürürlüğe girmiştir. Üye ülkeler arasındaki ulusal seviye farklılıkları sebebiyle uygulamada sıkıntılar yaşanmaktadır.

Söz konusu direktifler sayesinde finansal kurumlar, sahip oldukları "tek pasaport" ile kendi ülkelerindeki yetkili otoritelerin de iznini alarak üye ülkeler içerisinde en az bürokratik koşullar ile yatırımcılarına hizmet sunabilmektedir. Bu düzenlemeyle birlikte finansal kurumların sınır ötesi "cross-border" işlemlerinin artması, şeffaflığın rekabet ortamını iyileştirmesi ile birlikte maliyetlerin de azalması beklenmektedir.

MiFID direktifleri kapsamına giren finansal hizmetler genel anlamda;

emirlerin alınmasını, iletilmesini ve gerçekleştirilmesini, kurumun kendi adına işlem yapmasını, portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı hizmetini ve halka arzlarda aracılık faaliyetlerini içermektedir.

MiFID, finansal kurumların faaliyetlerine ve özellikle iç kontrol, risk yönetimi, mevzuata uygunluk, sistem, kayıtların tutulması ve dış kaynak kullanımı "outsourcing" konularına ilişkin organizasyon yapılarına yeni ve sıkı düzenlemeler getirmektedir. Finansal kurumların müşterileri adına işlem yapması ve verilen emirlerin kabul edilmesi MiFID içerisinde yeniden düzenlenmiştir. Ayrıca, finansal kurumların öncelikle kendi hesabına yaptığı işlemlerde şeffaflığın sağlanması konusunda talepler artmıştır.

Bugün tartışılan konuların başında level playing field yaklaşımının farklı yatırım ürünleri açısından rekabet ortamını sağlayacak şekilde oluşturulması ve MiFID direktifleri içerisinde finansal kurumların yarattıkları ürünler için uyguladıkları komisyon oranlarının şeffaf bir şekilde açıklanması gelmektedir.

Fon Piyasasında Uyumlandırma (Level Playing Field - LPF)

Avrupa Birliği'nde Fon Piyasasında bütün ürünlerin satıldığı pazar aynı olmakla birlikte, ülke ve ürün bazında düzenlemeler farklı seviyelerde bulunmaktadır. Bu duruma Fon Piyasasında Uyumlandırma yani LPF (Level Playing Field) olarak adlandırabiliyoruz. Tutarlı bir yaklaşımla, yatırımcı-

rı korumak ve yanlış şekilde yatırım yapmalarını engelleyebilmek amacıyla, hayat sigortaları dahil benzer nitelikteki yatırım araçlarının, yatırımcıların doğru karar alabilmeleri açısından LPF içerisinde şeffaf bir şekilde sunulmasına ihtiyaç duyulmaktadır. LPF içerisinde tasarruf ve emeklilik ürünlerinin rekabetini düşündüğümüzde, hem üretim hem de satış aşamasında yatırım araçlarının avantajlarının net olarak biliniyor olması gerekmektedir. LPF, geniş ve karşılaştırılabilir yatırım araçları arasında yatırımcıların ön yargısız yatırım kararlarını verebilmelerine olanak sağlamaktadır. Böylece ürünler arasında rekabetin artmasıyla beraber maliyetlerin azalması beklenmektedir. Bu durum yaratılan avantajların artmasına neden olup özellikle uzun vadede daha fazla yatırımcının, tasarrufları ve emeklilikleri için LPF içerisinde yatırım araçlarına ilgisini artıracaktır.

Diğer taraftan rekabet içindeki yatırım araçlarının kapsadığı yapısal ürünlerde oluşabilecek şeffaflık eksikliğinin nasıl denetleneceği önemlidir. Ürünlerin içeriği, risk analizi, ve maliyetleri konularında şeffaflığın aynı boyutlarda olmaması, MiFID direktiflerinin uygulanmasını zorlaştırmaktadır.

Yatırım Fonları Sınıflandırması (A Pan-European Classification of Investment Funds - EFCF)

Avrupa Birliği'nde Yatırım Fonları Sınıflandırması EFCF Classification olarak adlandırılmaktadır ve 2002 yılında kurulmuştur. EFCF'nin başlıca

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



amacı, Avrupa Bölgesi'nde sınır ötesi "cross-border" satışı yapılan çok fazla sayıda fonların mevcut sınıflandırılmasını, doğru bir şekilde sektör ve benzer gruplara göre kategorize etmektir. EFCF, portföy yönetim şirketleri, data vendor şirketler ve fon veri sağlayıcı kurumların oluşturduğu bir platformdur. Söz konusu sınıflandırmanın uyarlanması ile birlikte yatırımcılar, fonları gerçek ve doğru şekilde birbirleri ile kıyaslayabileceklerdir.

EFCF'in yaptığı çalışmalar sonucunda, yatırımcılar ve portföy yönetim şirketleri için fonların kıyaslanmasını mümkün kılacak şeffaf bir ortam yaratılacak, fon kategorileri sınırlandırılarak fonların portföy kompozisyonları yakından takip edilecek ve fonlar hakkında bilgi sağlayan kurumların bağımsız şekilde fonların sınıflandırma kriterlerine uygunluğu sağlanmış olacaktır.

EFCF'in sınıflandırmasında genel yapı dört kategoriye ayrılmıştır. Asgari %85 hisse taşıyan hisse senedi fonları, asgari %90 bono taşıyan bono fonları, ortalama vadesi bir yıldan kısa olan para piyasası fonları ve düşük varlıklardan oluşan değişken fonlar. Ayrıca hisse senedi fonları kendi altında bölgeye, sektöre, piyasa değerine göre, bono fonları; döviz cinsi, gelişmekte olan ülke pozisyonu, kredi derecesi ve vade pozisyonuna göre, para piyasası fonları; bir yıla kadar olan sürelerine ve taşıdıkları döviz kuruna göre, değişken kategorisindeki fonlar ise döviz kuru, ülke veya bölge ve varlık dağılımının özelliğine göre sınıflandırılmaktadır. Her bir fon kategorisinde yapısal karakteristiği farklı olan ETF veya fon sepetleri gibi fonlar ayrı değerlendirilmektedir. Bunlar dışında kalan diğer ve fonun stratejisi içerisinde yer alan türev ürünleri vasıtasıyla borçlanarak pozisyon alan fonlar (absolute return, commodities, guaranteed, hedged, real estate vs...) sınıflandırmaya tabi tutulmamaktadır.

Uzun yıllar süren çalışmaların ardından elde edilen sonuçlar 2008 yılı içerisinde bir broşür ile duyurulacaktır. Bu duyurunun ardından EFAMA'ya

üye ülkelerde ulusal seviyede uygulamaya geçilmesi önerilmektedir.

Fon Operasyon Belgesi

(Fund Processing Passport - FPP)

FPP, fon kurucularının yatırım fonları alım satımını kolaylaştırmak için sağlanması gereken tüm operasyonel bilgilerin uyarlandığı bir belgedir. Bu belge fonun kurulduğu ülke ile ilgili olarak her bir sınıf veya pay için ayrı ayrı hazırlanmalıdır. Özellikle "cross-border" satılan fonların FPP uygulaması ile birlikte alım satımının kolaylaşması ve operasyonel risklerinin azalması, maliyetler üzerinde olumlu etki yapması beklenmektedir. Toplam ana verisi 77 kalem olan belgenin, 59 kaleminin girilmesi zorunludur. Kalan 18 kalem ise ülkelerde geçerli olmasına göre opsiyonel olarak bırakılmaktadır. Söz konusu kalemlerde fonun operasyonel işlerinin yürütülmesi amacıyla her türlü gerekli bilgi standart bir format içerisinde sağlanmaktadır. FPP'in yerel eklerinde ise diğer ülkelerde dağıtım yapılan sınıf ve paylar için alım satımın ayarlanması ile ilgili olarak ülkelerin kendi düzenlemeleri yer almaktadır.

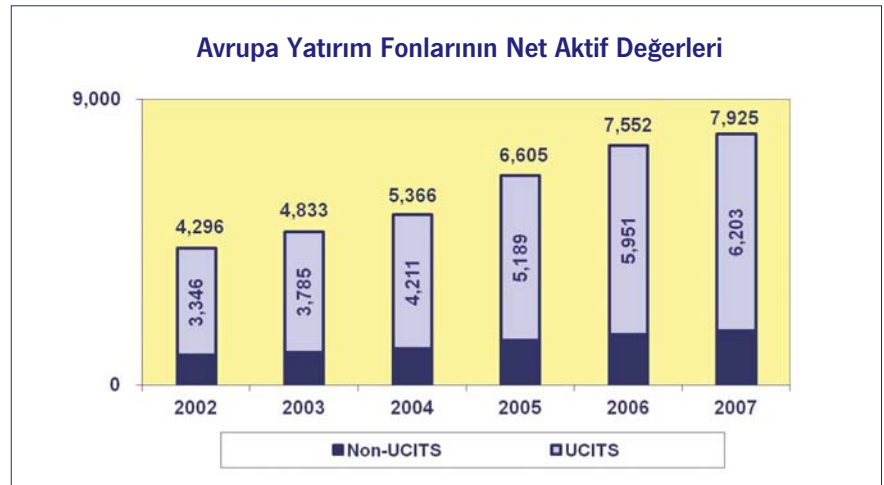
Bugünkü şartlarda "cross-border" olarak satılan fonların %50'sinin operasyonel bildirimleri manuel olarak gerçekleştirilmektedir. Bu durum otomasyon ile yapılan işlemlerden iki ya da üç kat daha pahalı olmaktadır. Bu verimsizlik sadece yetersiz mevzuat-

lar ve yasal alt yapıdaki eksikliklerden kaynaklanmamaktadır. Dolayısıyla, Avrupa fon endüstrisi FPP ile ilgili süreçleri hızlandırmalı ve fon işlemlerinde bir standardizasyonu getirmelidir.

Üye ülkeler arasında fonların dağıtımına standart getirecek FPP'un iletişimi ISO20022 standartlarına uygun olarak geliştirilmektedir. Ayrıca fonların operasyonel işlemlerinin otomasyonu sağlanarak hızlandırılması ve hata ihtimallerinin azaltılması amacıyla SWIFT sistemi geliştirilmeye çalışılmaktadır. Bu konuda yapılan son çalışmalar 2008 yılı içerisinde Kullanıcı Kılavuzu şeklinde bir broşür haline getirilerek duyurulacaktır.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisi - İstatistikler

Avrupa yatırım fonları endüstrisi 2007 yılında yaklaşık 400 milyon Euro büyüyerek 7.925 milyar Euro'ya ulaşmıştır. UCITS direktiflerine (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities-Transfer Edilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşu) uygun kurulan fonların büyüklüğü %4.2 artışla 6.203 Euro seviyesine ulaşırken, non-UCITS fonların büyüklüğü %5.3 artışla 1.723 milyar Euro olmuştur. Yatırımcıların riskten kaçınma eğilimleri çerçevesinde son iki çeyrekte UCITS fonlarından net çıkışlar yaşanmış olmasına rağmen, 2007 yılının



genelinde pozitif gelişmeler elde edilmiştir. 2007 yılının ikinci yarısında kredi krizi sırasında yatırımcılar portföy kompozisyonlarını yeniden değerlendirirken, varlığa dayalı menkul kıymet “asset-backed securities” tarzında varlıklara yatırım yapan “enhanced” ve “dynamic” para piyasası fonları, bu süreçte en fazla olumsuz etkilenmişlerdir.

Diğer taraftan dengeli türde kurulan fonlar büyümeye devam etmiştir. Toplam fon varlıkları yılın genelinde büyürken net satışlar kalemi, özellikle faiz oranlarının yükselmesi ve hisse senetlerinin volatilitésinin yüksek devam etmesi sebebiyle 2007 yılının üçüncü çeyreğinde 61 milyar Euro, dördüncü çeyreğinde ise 40 milyar Euro azalmıştır. Son çeyrekte para çıkışlarının büyük kısmı bono (32 milyar Euro), hisse (25 milyar Euro) ve para piyasası (13 milyar Euro) fonlarında yaşanmıştır. Bunun sonucunda 2006 yılında UCITS fonlarının net satışı 452 milyar Euro olurken 2007 yılında bu rakam 170 milyar Euro'ya gerilemiştir.

2007 son çeyrekte toplam yatırım fonlarının (UCITS ve non-UCITS) %1.6 oranında azalmasına rağmen yılın genelinde fonlar %4.9 büyüyerek toplam 7.925 milyar Euro'ya ulaşmıştır. UCITS fonlarının kategori bazında dağılımına bakıldığında hisse senedi fonlarının %40, dengeli fonların %15, bono fonlarının %22, para piyasası fonlarının %16, fon sepetlerinin ve diğer fonların sırasıyla %2 ve %5 olduğu görülmektedir.

Ülkelerin ulusal gereksinimlerine göre düzenlenen yatırım fonu niteliğindeki non-UCITS fonların %60'ı Almanların “Spezialfonds” larından, %13'ü gayrimenkul fonlarından ve kalan kısmı ise ülkelerin kendi özel düzenlemelerine göre kurulan fonlardan oluşmaktadır.

Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Dağılımı

Üye Ülkeler	31/12/2007		30/09/2007		31/12/2006	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim(1)	EUR m	% değişim(2)
Avusturya	165,584	2.1%	171,262	-3.3%	168,876	-1.9%
Belçika	126,494	1.6%	131,077	-3.5%	127,920	-1.1%
Çek Cumhuriyeti	6,101	0.1%	5,842	4.4%	5,425	12.5%
Danimarka	132,224	1.7%	133,647	-1.1%	122,564	7.9%
Finlandiya	66,000	0.8%	68,534	-3.7%	60,932	8.3%
Fransa	1,508,300	19.0%	1,566,000	-3.7%	1,494,400	0.9%
Almanya	1,040,937	13.1%	1,050,982	-1.0%	1,017,699	2.3%
Yunanistan	22,912	0.3%	24,341	-5.9%	24,822	-7.7%
Macaristan	12,571	0.2%	12,340	1.9%	10,089	24.6%
İrlanda	806,768	10.2%	819,211	-1.5%	717,718	12.4%
İtalya	339,669	4.3%	353,501	-3.9%	383,435	-11.4%
Liechtenstein	20,452	0.3%	19,125	6.9%	14,920	37.1%
Lüksemburg	2,059,395	26.0%	2,059,144	0.0%	1,844,850	11.6%
Hollanda	91,088	1.1%	96,778	-5.9%	101,793	-10.5%
Norveç	52,324	0.7%	50,315	4.0%	41,052	27.5%
Polonya	36,926	0.5%	36,682	0.7%	25,799	43.1%
Portekiz	36,212	0.5%	38,224	-5.3%	38,896	-6.9%
Romanya	316	0.0%	312	1.4%	246	28.5%
Slovakya	3,936	0.0%	3,811	3.3%	3,073	28.1%
Slovenya	4,134	0.1%	4,151	-0.4%	2,827	46.2%
İspanya	278,796	35%	288,416	-3.3%	287,793	3.1%
İsviçre	139,380	1.8%	147,860	-5.7%	140,869	-1.1%
İsveç	159,853	2.0%	155,861	2.6%	149,810	6.7%
Türkiye	18,104	0.2%	16,965	6.7%	13,430	34.8%
İngiltere	796,954	10.1%	800,245	-0.4%	752,849	5.9%
Tüm fonlar	7,925,431	100.0%	8,054,625	-1.6%	7,552,088	4.9%
UCITS varlıkları	6,202,879	78.3%	6,326,838	-20%	5,951,391	4.2%

(1) Eylül 2007 - Aralık 2007 karşılaştırması; (2) 2006-2007 karşılaştırması.

Beklentiler

Finansal piyasaları ve küresel ekonomik büyümeyi çevreleyen risk aşağı yönlü olduğu sürece, 2008 yılı beklentileri belirsiz görünmektedir. Bu nedenle yatırımcıların hisse senedi ve faiz oranı riski alma iştahı muhtemelen azalacaktır. Buna paralel, para piyasası fonları 2008 yılının ilk çeyreğinde güvenilir limanlardaki yatırımlardan faydalanmalıdır.

Orta vadede ise güvenilir limanlardan çözümler yatırımcı güvenini yükselterek hisse ve bono fonları için yeni talebi tetikleyecektir. Mevzuat ile ilgili olarak, hem satış ve üretim seviyesinde, hem de UCITS Direktiflerinde verimsizlik yaratan kısımların ortadan kaldırılması noktasında, UCITS ve az düzenlenmiş ürünler arasındaki farkların kapanması, gelecekte UCITS fonlarının sürekli başarısının oluşmasını güçlendirecektir. Bu aşamada “level

playing field” ortamının yaratılmasının önemi büyük olacaktır.

Hisse senedi fonları için beklenen yatırımcı talebi, ekonomik aktivitede görünüm değişmediği sürece güçlenmeyecek gibi görünmektedir. Avrupa'da yaşayan ev halkı, hisse senedi piyasasına yatırım yaparak emeklilik için tasarruflarını biriktirmedikleri sürece hisse senedi fonları, piyasalarda belirsizlik dönemlerinde düşük talepten dolayı sıkıntı çekmeye devam edecektir. Çoğu Amerikalı yatırımcı kendi emeklilikleri için yüksek oranda hisse senedi fonlarına yatırım yaptığından dolayı Amerikan fon endüstrisi, kısa dönemli olumsuz gelişmelerden daha az oranda etkilenme eğilimindedir. Hisse senedi fonlarına daha fazla sürekli yeni kaynak üretmek için Avrupa fon endüstrisi, çeşitlendirilmiş bir portföy yapısı içerisinde hisse senedi yatırımlarının yararına dikkat çekerek, çabalarını artırmalıdır.