

Değerli Okurlarımız,

Kurumsal Yatırımcı'nın üçüncü sayısı hazırlıklarına başlarken dünya finans piyasalarında bazı sıkıntılar olduğunu biliyor, ama krizin küresel boyutta bu kadar şiddetleneceğini ve birçok değişikliği gündeme getireceğini tahmin etmiyorduk. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke küresel krizin daha büyük boyutlara ulaşmaması için bugünlerde büyük çabalar harcamaktalar.

Küresel krizin etkileri ülkemizde de yaşanmakla birlikte, Türkiye'nin bir şansı, önceki yıllarda yaşanan ekonomik krizlerden alınan dersler ve o yıllarda alınan birçok tedbir ve yapılan düzenlemelerle finans sektörünün güçlü bir yapıya kavuşturulmuş olmasıdır.

Türkiye bu küresel krizi alınacak bazı önlemlerle bir fırsata dönüştürebilir, bölge ülkeleri ve diğer gelişmekte olan ülkeler arasındaki yerini güçlendirebilir. Bu konuda hem sektör temsilcisi olarak bizlere, hem de kamu otoritemize görevler düşmektedir. Dünya ülkeleri tüm finansal araçların risk mekanizmalarını gözden geçirirken, denetleme mekanizmalarının daha iyi çalışması için sistemi baştan sona sorguluyor.

Bizler de ülkemiz sermaye piyasasının daha güçlü bir konuma gelmesi için tüm gelişmeleri takip ederek ülkemiz için gerektiğinde önlem alınması konusunda kararlı olmalıyız. Kurumsal ve bireysel yatırımcı tabanının genişletilmesi her geçen gün daha büyük önem kazanmakta, bu konuda da misyonumuz çerçevesinde çalışmalarımızı sürdüreceğiz.

Kurumsal Yatırımcı'nın üçüncü sayısında da sizlerle sektörün birçok önemli konusunu paylaşacağız. TKYD'nin sektörü ve Derneği tanıtmaya yönelik lobi faaliyetleri, Komitelerin çalışmaları, EFAMA'dan fon sınıflandırması çalışması ve sektörel veriler de bu sayımızda yer alan konular arasında bulunmaktadır.

Dergimizin bu sayısında ayrıca, Takasbank'ın yürütmekte olduğu Fon Platformu çalışması, Bireysel emeklilik sistemindeki yenilikler ve sektörün beklentileri, halka arzlarda yatırım fonlarına tahsis konularında sektör yöneticileri ile yaptığımız söyleşiler yer alıyor. Eylül ve Ekim aylarında İstanbul'da gerçekleştirilen Küresel Finans Merkezi: Lüksemburg ve Funds World 2008 konferansları ile ilgili geniş bilginin de yer aldığı dergimizde, yine değerli ekonomistlerimizin görüşlerini, fon dünyasında yaşanan olaylar ve yeni kitaplardan seçmeleri de bulacaksınız.

Dergimizi keyifle okumanız dileğiyle, hepinize saygılar sunuyorum.

Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Yönetim Kurulu Başkanı



Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Başkanı

“ Kurumsal Yatırımcı'nın üçüncü sayısında da sizlerle sektörün birçok önemli konusunu paylaşacağız. TKYD'nin sektörü ve Derneği tanıtmaya yönelik lobi faaliyetleri, Komitelerin çalışmaları, EFAMA'dan fon sınıflandırması çalışması ve sektörel veriler de bu sayımızda yer alan konular arasında bulunmaktadır.”



SPK Haftalık Bültenlerinden derlenmiştir.

YENİ İHRAÇLAR:

1. T. Garanti Bankası A.Ş.

- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Birinci Yatırım Fonu
- B Tipi %10 Getiri Garantili Menkul Kıymet Yatırım Fonu

2. Finansbank A.Ş.

- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Eczacıbaşı Birinci Yatırım Fonu
- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Eczacıbaşı İkinci Yatırım Fonu
- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Eczacıbaşı Üçüncü Yatırım Fonu

3. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.

- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Dördüncü Yatırım Fonu

4. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

- B Tipi %100 Anapara Garantili V Yatırım Fonu

5. HSBC Bank A.Ş.

- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Mavi Yatırım - Fonu
- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Lacivert Yatırım Fonu

kuruluşuna izin verilerek, katılma payları kayda alındı.

1. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- B Tipi Likit Fonu

2. Başak Groupama Emeklilik A.Ş.

- Gruplara Yönelik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları (Döviz) Emeklilik Yatırım Fonu
- Gruplara Yönelik Esnek Emeklilik Yatırım Fonu
- Gruplara Yönelik Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu
- Gruplara Yönelik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu

3. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- Dinamik A Tipi İstanbul Değişken Yatırım Fonu

4. Finansbank A.Ş.

- Refleks B Tipi Karma Fonu

5. Denizbank A.Ş.

- Özel Bankacılık B Tipi Tahvil ve Bono Fonu
- Özel Bankacılık B Tipi Performans Fonu

katılma payları kayda alındı.

YENİ FAALİYET İZİNLERİ:

1. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin her biri 15 milyon YTL başlangıç tutarlı "Piyasa Nötr Serbest Yatırım Fonu" ile "Trend Takibi Serbest Yatırım Fonu"nun kuruluşuna izin verildi.
2. Finansbank A.Ş.'nin 50 milyon YTL başlangıç tutarlı Finansbank A.Ş. "Refleks B Tipi Karma Fonu"nun kuruluşuna izin verildi.
3. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 50 milyon YTL başlangıç tutarlı "Dinamik A Tipi İstanbul Değişken Yatırım Fonu"nun kuruluşuna izin verildi.
4. Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.'ye faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılandı.
5. 50 milyon YTL başlangıç tutarlı "Denizbank A.Ş. Özel Bankacılık B Tipi Tahvil ve Bono Fonu ve "Denizbank A.Ş. Özel Bankacılık B Tipi Performans Fonu"nun kuruluşuna izin verildi.
6. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 50 Milyon YTL başlangıç tutarlı "Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Özel Portföy Yönetimi Değişken Fon"unun kuruluşuna izin verildi.
7. Kare Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 20 Milyon YTL başlangıç tutarlı "Kare Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu"nun kuruluşuna izin verildi.
8. İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş.'ne faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi uygun görüldü.
9. Ergoivçre Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin her biri her biri 100 Milyon YTL başlangıç tutarlı "Para Piyasası Likit Kamu Emeklilik Yatırım Fonu", "Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu", "Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları (USD) Emeklilik Yatırım Fonu", "Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları (EURO) Emeklilik Yatırım Fonu", "Kıymetli Madenler Emeklilik Yatırım

Fonu" ve 250 Milyon YTL başlangıç tutarlı "Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu" ile 1 Milyar YTL başlangıç tutarlı "Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu" unvanlı emeklilik yatırım fonlarının kuruluşuna izin verildi.

ÖZEL DURUMLAR:

1. Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin, kurucusu olduğu "Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. İhtisaslaşmış İMKB Ulusal 30 Endeks Emeklilik Yatırım Fonu"nun, "Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu" unvanı altında türünün değiştirilmesi nedeniyle yapılacak içtüzük, izahname ve tanıtım formu değişikliklerine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.
2. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin, 200 milyon YTL başlangıç tutarlı, "Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. İstanbul Serbest Yatırım Fonu"nun kuruluşuna izin verildi.
3. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu, A Tipi Değişken Fonu'nun B Tipi Kurumlara Yönelik Değişken Fonu'na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verildi.
4. Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.'ye faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılandı.
5. Temsilci Türk Ekonomi Bankası A.Ş., "PARVEST" yatırım fonları şemsiyesi altında bulunan 16 adet alt fonun belirtilen tutar ve pay sayılarının kayda alınması talebiyle başvurdu.
6. Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.'nin kurucusu olduğu "Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları (Döviz) Emeklilik Yatırım Fonu"nun, "Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu" bünyesinde birleştirilmesine izin verildi.

*30.06.2008 –26/09/2008 döneminde yayınlanan haftalık bültenlerden derlenmiştir.

Bir ülkenin sermaye piyasalarının gelişmişlik seviyesini gösteren en önemli unsurlardan biri, takas ve saklama sisteminin etkinliği ve güvenilirliğidir. Özellikle yabancı kurumsal yatırımcılar, bir ülkeye portföy yatırımı yapılması konusunda karar verirken, mutlaka takas ve saklama sistemlerini detaylı olarak incelemektedirler. Bu konuda gerek etkinlik, gerek güvenilirlik, gerekse de maliyet açısından yabancı kurumsal yatırımcıların takas ve saklama sistemimizi oldukça başarılı bulduklarını gönül rahatlığıyla söyleyebiliriz.



TAKASBANK

TAKAS VE SAKLAMA SİSTEMİ

Takasbank, ülkemiz sermaye piyasasına, banka statüsü taşıyan bir takas ve saklama kurumu olarak çok geniş bir hizmet yelpazesi sunmaktadır. İMKB nezdindeki piyasalarda gerçekleştirilen işlemlere takas hizmeti, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası işlemleri için merkezi takas tarafı hizmeti, yerel aracı kuruluşların yurt dışı piyasalarda gerçekleştirdikleri işlemler için takas, saklama ve muhabirlik hizmetleri, nakit transfer hizmetleri, DVP (Teslim Karşılığı Ödeme) transfer sistemleri işletimi, Takasbank Para Piyasası ve Ödünç Pay Senetleri Piyasası'nın işletilmesi, nakit kredi imkanı, Borsalar ve nezdindeki diğer piyasaların teminat ve garanti fonları yönetimi ve nakit teminatların nemealandırılması, ülkemizde ihraç edilen menkul kıymet standartlarının geliştirilmesi ve ISIN kodu tahsisi, yatırım fonları ve ortaklıkları, bireysel emeklilik fonları ve diğer kurumsal yatırımcılara takas ve saklama hizmeti, Bankamızca Türk sermaye piyasası aktörlerine sunulan başlıca hizmetlerdir. Takas ve saklama kurumu olarak, üyelerine bu kadar geniş bir hizmet ağı sunması nedeniyle, Takasbank'ın dünyada da özel bir konumu bulunmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler takas ve saklama sistemlerinde Takasbank modelini irdelemekte; model bölge ülkelerine örnek oluşturmaktadır.

Takasbank, sunduğu hizmetlerin kalitesini ve etkinliğini arttırmak için de iki konuya özel önem vermektedir. Bunlardan birisi sürekli gelişen teknolojiye ayak uydurmak ve özellikle kendi sektöründeki son teknolojiyi ülkemiz takas ve

saklama sistemlerinde de kullanmak, diğeri de iyi yetişmiş ve konusunda uzman insan gücüne sahip olmaktır.

Bir ülkenin sermaye piyasalarının gelişmişlik seviyesini gösteren en önemli unsurlardan biri, takas ve saklama sisteminin etkinliği ve güvenilirliğidir. Özellikle yabancı kurumsal yatırımcılar, bir ülkeye portföy yatırımı yapılması konusunda karar verirken, mutlaka takas ve saklama sistemlerini detaylı olarak incelemektedirler. Bu konuda gerek etkinlik, gerek güvenilirlik, gerekse de maliyet açısından yabancı kurumsal yatırımcıların takas ve saklama sistemimizi oldukça başarılı bulduklarını gönül rahatlığıyla söyleyebiliriz. Ülkemiz hisse senetleri piyasasında yabancı kurumsal yatırımcı oranının %70 seviyelerinde olması da bunu açıkça gösteriyor. Piyasa performansı çok başarılı olsa da, takas ve saklama sistemlerinin ve kurumlarının yeterince güvenilir ve etkin olduğuna inanılmayan ülkelerin risk değerlendirmeleri her zaman yüksek olmakta ve bu da o ülkeye yapılacak portföy yatırımlarını kısıtlamaktadır.

Bir ülkenin sermaye piyasalarının gelişiminde ve istikrar kazanmasında diğer önemli bir faktör de kurumsal yatırımcıların piyasadaki payıdır. Profesyonel yatırım uzmanlarınc modern portföy ve risk yönetim modellerine uygun olarak yönetilen yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, bireysel emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve vakıf fonları gibi kurumsal portföyler, bireysel birikimlerin sermaye piyasası enstrümanlarına sağlıklı ve organize bir şekilde aktarımını sağlayarak sermaye piyasalarının gelişmesine çok önemli bir katkı sağla-

maktadırlar.

Kurumsal yatırım hizmetlerinde de takas ve saklama sistemi çok önemli bir yer tutmaktadır. Yukarıda belirtilen yabancı portföy yatırımları konusunda olduğu gibi, fon endüstrisinin yeterli gelişim seviyesine ulaşabilmesinin temel koşullarından biri de, kurumsal yatırımcılar için etkin ve güvenilir bir takas ve saklama sisteminin kurulmuş olmasıdır. Takasbank da, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili düzenlemeleri ve görevlendirmeleri çerçevesinde, ülkemizdeki kurumsal yatırımcılara en gelişmiş teknolojik imkanlardan da yararlanarak, kapsamlı bir takas ve saklama hizmet yelpazesi sunmakta ve ayrıca sistemin güvenilirliğinin artırılması için, düzenleyici otoriteye oldukça gelişmiş bir gerçek zamanlı izleme ve raporlama sistemi sağlamaktadır. Bu hizmetlerin sağlanmasında maliyet unsuru da her zaman ön planda tutulmakta, en kaliteli hizmet mümkün olan minimum maliyetlerle verilmektedir.

Fon endüstrisinin ülkemizde gelişmesinin sağlanması için, düzenleyici otoriteler ve piyasa aktörleri ile sürekli olarak koordinasyon içerisinde çalışmalar sürdürülmekte, bu kapsamda Bankamız, kurumsal yatırımcı tabanının gelişimi için çok önemli çalışmalar yürüten Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği ile de yakın işbirliği içinde bulunmaktadır. Ayrıca Bankamız, Sermaye Piyasası Kurulu'nun mevzuat çalışmalarında uzmanlık alanı çerçevesinde her türlü desteği ve katkıyı sağlamakta, sektöre ilişkin AB standartlarını ve gelişmiş piyasalardaki yenilikleri yakından izlemektedir.

Kurumsal Yatırımcılara Sunulan Başlıca Hizmetler



Emin S. Çatana
TakasBank Genel Müdürü

Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri uyarınca ülkemizde kurulan ve Türk menkul kıymetlerine yatırım yapan tüm yatırım fonları, ortaklıkları, bireysel emeklilik fonları, borsa yatırım fonları ve ilgili mevzuat kapsamında olan diğer kurumsal yatırımcılar, Takasbank sisteminde doğrudan hesap açtırmak zorundadırlar. Kurumsal yatırımcılar sözkonusu hesaplar üzerinden operatör kurumları vasıtasıyla takas, saklama, hak kullanımları, nakit transferleri gibi işlemlerini uzaktan erişim yoluyla elektronik ortamda, gerçek zamanlı olarak gerçekleştirmekte ve bu işlemler için Takasbank tarafından sağlanan yazılımları kullanmaktadır.

Fon portföylerine alınan Türk menkul kıymetleri ve ters repo işlemleri karşılığı alınan menkul kıymetler, ödünç işlemleri karşılığı alınan menkul kıymet teminatları, İstanbul Altın Borsası'ndan alınan altın ve diğer kıymetli madenler, Vadeli İşlemler Borsası'nda alınan açık pozisyonlar, Takasbank nezdinde açıl-

an kurumsal yatırımcı hesaplarında saklanmaktadır.

Takasbank hesaplarında tutulan menkul kıymetlere ilişkin bedelli, bedelsiz sermaye artırımlarına katılım, temettü ödemesi, kupon ve itfa ödemesi gibi tüm hak kullanım işlemleri de Takasbank sistemi üzerinden elektronik ortamda gerçekleştirilmektedir. Söz konusu işlemlere ilişkin nakit transferleri de kurumsal yatırımcılar adına Bankamız nezdinde açılan nakit hesapları üzerinden gerçek zamanlı olarak yapılmaktadır.

Takasbank saklama hesaplarında tutulan menkul kıymetlere ilişkin organize borsalarda gerçekleştirilen alım satım işlemlerinin takası da, Bankamız sistemi vasıtasıyla uzaktan erişim yoluyla gerçekleştirilmektedir. Menkul kıymet transferleri, serbest ve şartlı virman yoluyla elektronik olarak yapılabilmektedir.

Ayrıca, yabancı menkul kıymetlere ve Türk Eurobondları'na yatırım yapan fonlar ve diğer kurumsal yatırımcılar,

Takasbank'ın geniş uluslararası muhabirlik ağından faydalanabilmekte ve sınır ötesi menkul kıymet ve nakit takas işlemlerini uzaktan erişim yoluyla Takasbank SWIFT sistemi üzerinden karşı taraf riski taşımadan (DVP-Teslim Karşılığı Ödeme Prensibi) güvenli olarak gerçekleştirebilmektedirler. Portföylerine aldıkları yabancı menkul kıymetleri de, Takasbank muhabir hesaplarına bağlı alt hesaplarında saklayabilmekte ve her türlü hak kullanım işlemlerini de Takasbank üzerinden gerçekleştirebilmektedirler.

Yukarıda belirtilen tüm işlem detayları Takasbank sisteminden gerçek zamanlı olarak raporlanabilmektedir.

Fonlar ve diğer kurumsal yatırımcılar, fon portföylerinde taşıdıkları Türk Lirası nakit varlıkları Bankamızca işletilen ve işlemlere garantör olduğumuz Takasbank Para Piyasası'nda değerlendirebilmektedirler. Bu da özellikle fon endüstrimizde önemli bir payı olan likit fon-

lara ve diğer kurumsal yatırımcılara nakit varlıklarını etkin olarak değerlendirebilmeleri için önemli bir seçenek sağlamaktadır.

Kurumsal yatırımcılara sağlanan diğer çok önemli bir hizmet; fon portföylerinde bulunan hisse senetlerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri çerçevesinde kurulan ve organize bir piyasa olan "Takasbank Ödünç Pay Senetleri Piyasası'nda" ödünç verilebilmesi ve böylece fon portföylerinde orta ve uzun vadeli olarak taşınacak olan hisse senetleri için fon pay sahiplerine ek gelir sağlanabilmesidir. Söz konusu piyasanın takası ve teminat yönetimi de Bankamız tarafından gerçekleştirilmekte ve böylece ödünç hisse senetleri mekanizmasının güvenli olarak işletilmesi sağlanabilmektedir.

Son dönemde gelişmiş borsalarda artan işlem hacimleri ile oldukça önemli bir enstrüman haline gelen Borsa Yatırım Fonları'nın ülkemizde kurulabilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu ve fon kurucuları ile koordinasyon içerisinde gerçekleştirilen çalışmalar ile, sistemin en önemli unsurlarından biri olan fon payı oluşturma ve geri alım (creation/redemption) işlemlerine ilişkin sistem oluşturulmuştur. Hisse senedi endeksleri, Altın ve Tahvil ve Bono endekslerine dayalı olarak kurulan Borsa Yatırım Fonları için enstrüman tipine göre ayrı mekanizmalar oluşturularak, fon katılma belgelerinin kurucunun onayı ile fon portföy-

lerindeki varlıklarla değişimine imkan sağlanmış ve böylece Borsa'da oluşan fiyatların gerçek varlık değerinden uzaklaşması önlenmiştir.

Değerleme, Mutabakat ve Raporlama İşlemleri

Bankamız sisteminde Sermaye Piyasası Kurulu'nun belirlemiş olduğu esaslar çerçevesinde, Kurumsal Yatırımcıların portföy varlık değerleri ve birim pay değerleri, mutabakat amacıyla günlük olarak hesaplanmaktadır. Bu hesaplamada Bankamızda takas ve saklama kayıtları esas alınmakta, Bankamız dışında tutulan varlıklar ve yükümlülüklerde, fon operatörlerinin Bankamıza elektronik ortamda yaptıkları günlük bildirimler kullanılmaktadır.

Kurumsal Yatırımcıların kurucu, yönetici veya operatörleri, Bankamız tarafından uygulamaya alınan FONOPER yazılımı ile günlük olarak portföylerine ilişkin bilgileri (portföy değeri, fon toplam değeri vs) sistemimize girmekte bu değerler Bankamız tarafından hesaplanan değerlerle karşılaştırılmakta ve günlük mutabakat yapılmaktadır. FONOPER sistemimiz vasıtasıyla Kurumsal Yatırımcıların sistemimize aktardığı tüm bilgiler ve sistemimizde yapılan tüm değerlendirme ve raporlamalar, günlük olarak Sermaye Piyasası Kurulu'na gözetim ve denetim işlemlerinde kullanılmak amacıyla iletilmektedir.

Veri Sağlama Hizmeti

Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri çerçevesinde; Kurumsal Yatırımcıların fon pay değerleri, portföylerindeki varlıkların yüzdesel dağılımları gibi bilgiler, oluşturulan veri seti ile Bankamızla sözleşme imzalamış olan veri dağıtım şirketlerine günlük olarak iletilmektedir. Böylece yatırımcılar fon pay değerlerini veri yayın şirketlerinden sağlıklı olarak izleyebilmekte, portföy yöneticileri ve araştırmacılar fon portföylerine ilişkin çeşitli bilgilere kolayca ulaşabilmektedirler.

Bireysel Emeklilik Fonlarına Sunulan Hizmetler

Çok sayıda katılımcının birikimli tasarruflarını yöneten ve uzun vadeli yatırım araçlarına yatırım yapabilen bireysel emeklilik fonları, ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmesinde ve derinlik kazanmasında çok önemli rol oynamaktadırlar. Ülkemizde de, Hazine Müsteşarlığı ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri çerçevesinde oluşturulan Bireysel Emeklilik Sistemi'nin kurulmasında Bankamız çok önemli bir rol üstlenmiştir. Yukarıda bahsedilen geniş hizmet yelpazesi bireysel emeklilik fonları için de sağlanmış, ayrıca, ilgili mevzuat gereği bireysel emeklilik sistemi kapsamındaki fon paylarının katılımcı bazında izlenmesi içinde gerekli alt yapı oluşturulmuştur.

Bu kapsamda, bireysel emeklilik

TAKASBANK Sisteminde Kurumsal Yatırımcılara İlişkin Temel Göstergeler (2008 Eylül)

Kurumsal Yatırımcı Tipi	Hesap Sayısı	Net Varlık Değeri (Milyon YTL)
Yatırım Fonu	316	25,212.6
Bireysel Emeklilik Fonu	115	5,813.8
Borsa Yatırım Fonu	9	190.4
Yatırım Ortaklığı	34	596.6

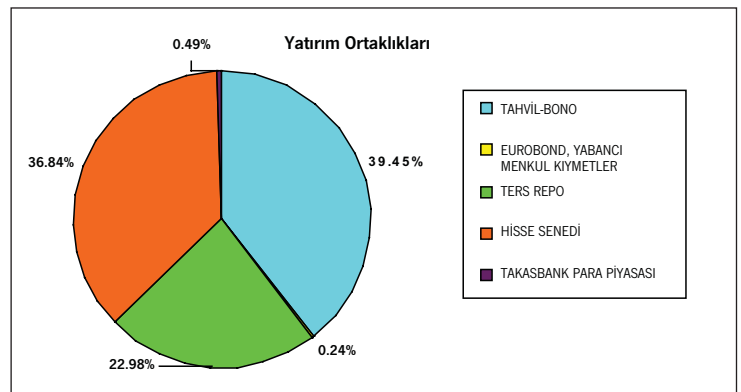
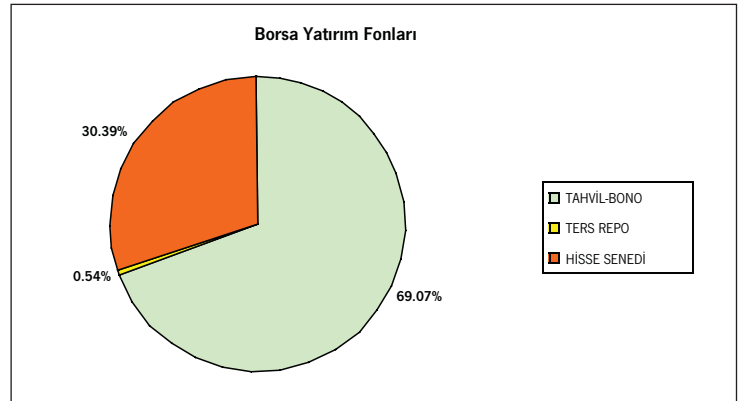
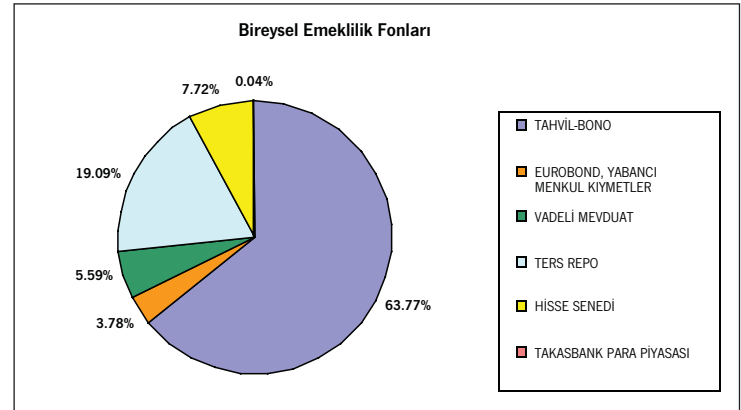
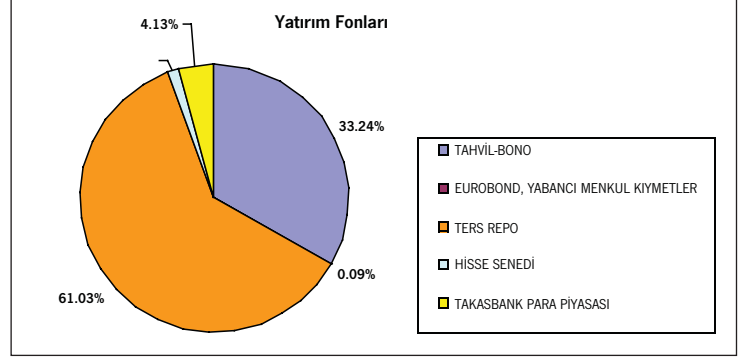
Bireysel emeklilik sistemine dahil olan katılımcılar, sisteme yatırdıkları nakit katkı payları karşılığında alt hesaplarına aktarılan ve Takasbank nezdinde kayden tutulan bireysel emeklilik fonu pay adetlerini, Takasbank'ın sesli yanıt sistemi olan Alo-Takas ve İnternet ana sayfamızda bulunan TakasNET ekranı aracılığı ile öğrenme imkanına sahiptirler.

şirketleri, sisteme katılan herbir müşteri için, Takasbank sisteminde alt hesap açarak, müşterilerine ait fon katılma belgelerini bu hesaplarda kayden izlemek zorundadırlar. Bireysel emeklilik sistemine dahil olan katılımcılar, sisteme yatırdıkları nakit katkı payları karşılığında alt hesaplarına aktarılan ve Takasbank nezdinde kayden tutulan bireysel emeklilik fonu pay adetlerini, Takasbank'ın sesli yanıt sistemi olan Alo-Takas ve İnternet ana sayfamızda bulunan TakasNET ekranı aracılığı ile öğrenme imkanına sahiptirler. Bu da sistemin güvenliğini ve şeffaflığını bir kat daha arttırmaktadır.

Ayrıca, bireysel emeklilik fonlarına ilişkin portföy yönetiminin Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili düzenlemelerinde belirtilen portföy yönetim ilkelerine uygunluğu, Takasbank sisteminde saklama kayıtları ve fon bildirimleri çerçevesinde izlenmekte ve Sermaye Piyasası Kurulu'na elektronik ortamda günlük olarak raporlanmaktadır.

Sermaye piyasalarının gelişiminde fon endüstrisinin çok önemli bir yeri olduğuna inanan Takasbank, bugüne kadar olduğu gibi bundan sonra da bu konuda üzerine düşen görevleri eksiksiz olarak yerine getirmeye çalışacak, düzenleyici otoriteler ve piyasa aktörleri ile koordinasyon içerisinde geliştireceği yeni projeler ile katkılarını sürdürecektir.

Kurumsal Yatırımcı Tipleri Portföy Dağılım Grafikleri





Yeşim Karayel
İş Yatırım Halka Arz
ve Özelleştirme Müdürü

Halka Arzlarda Kurumsal Yatırımcılar

Ülkemizde gerçekleştirilen halka arzlarda satış ve dağıtım yöntemlerini düzenleyen tebliğ 27/10/1993 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiş olan "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği"dir.

İlgili tebliğ; yatırım fonları, özel emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar ve 506 sayılı Kanunun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar ile kamuya yararlı dernekleri kurumsal yatırımcı olarak tanımlamıştır.

Halka arzla ilgili talep toplama süresi, şekli, başvuruların değerlendirilmesi, sermaye piyasası araçlarının teslimi ve karşılanamayan taleplere ait bedellerin iadesi gibi hususlara SPK tarafından onayla-

nan sirkülerde yer verilir. İzahname ve sirkülerde belirtilmek kaydıyla; halka arzlarda payların yatırımcı grubuna, ihraççının çalışanlarına, ticari organik bağlı bulunan yatırımcı kitlesine veya ihraççının/hissedarın belirleyeceği bir yatırımcı kitlesine satılmak üzere sınırlandırılabilmesi ve satış sırasında talep edilebilecek payların miktarlarına ihraççının yönetim kurulunca veya hissedar tarafından asgari veya azami limitler konulabileceği de ilgili tebliğin 10.6.2004 tarihinde değiştirilerek son şeklini alan 4.1.1.4. maddesinde hükme bağlanmıştır.

İlgili madde kapsamında halka arzda belirli gruplara tahsisat yapmak isteyen ihraççılar, halka arz edilecek payların satış tutarının 142 milyon Yeni Türk lirası ve üzerinde olması halinde halka arz edilecek payların miktarının en az %30 unu, 142 milyon Yeni Türk lirasının altında olması durumunda ise en az %50 sini küçük bireysel

yatırımcılara tahsis etmek zorundadırlar.

Payların talep edenler arasında dağıtım konusu da aynı tebliğde düzenlenmiştir. Paylar ya tebliğin 4.1.1.7. Dağıtım İlkeleri maddesinde düzenlenen şekilde satışa sunulan toplam tutarın, talep eden yatırımcı sayısına bölünmesi suretiyle ya da 4.1.1.10. Oransal Dağıtım Yöntemi maddesinde düzenlenen şekilde arzın talebi karşılama oranının hesaplanarak taleplerin bu oran ile çarpılması suretiyle dağıtılabilmektedir.

Ancak tebliğ, kendileri için belirli bir miktar pay ayrılmış yatırımcılar arasında dağıtımın, izahname ve sirkülerde açıklanan esaslar çerçevesinde yapılacağını da hükme bağlamıştır.

Bu düzenlemeler uyarınca; Türkiye’de gerçekleştirilen halka arzlarda çeşitli gruplara tahsisler yapılmaktadır. Hemen hemen tüm arzlarda görülen başlıca tahsis grupları:

- Şirket ve/veya Grup Çalışanları
- Kurumsal Yatırımcılar
- Yabancı Kurumsal Yatırımcılardır.

Türkiye’de gerçekleştirilen halka arzlarda yurt içi kurumsal yatırımcılar SPK mevzuatı gereğince bedelini halka arz fiyat aralığının tavanından talep anında yatırmak şartıyla pay talebinde bulunabilmekte, dağıtım da yukarıda anlatılan iki yöntemden biri ile gerçekleştirilmektedir. Tebliğin “kendileri için belirli bir miktar pay ayrılmış yatırımcılar arasında sirkülerde açıklanan esaslar çerçevesinde dağıtım yapılabilmesi” hükmü de yurt içi kurumsal yatırımcılar açısından çeşitli nedenlerle uygulanamamaktadır.

Yabancı kurumsal yatırımcıların Türkiye’deki halka arzlara ilgi gös-

termesinin sağlanabilmesi için özellikle talep toplama ve dağıtım konularında uluslararası uygulamalara paralellik sağlanması gereklidir. Bu nedenle yabancı kurumsal yatırımcılar, şirket yöneticilerinin gerçekleştirdiği tanıtım toplantılarıyla şirketi daha iyi tanıma fırsatı da bularak taleplerini fiyat aralığı içinde kalmak kaydıyla çeşitli fiyatlardan çeşitli miktarlarla aracı kuruma iletebilmektedirler. Bu durumda niha-i fiyatın tespitinde söz sahibi olabilmektedirler. Ayrıca, tebliğin “kendileri için belirli bir miktar pay ayrılmış yatırımcılar arasında sirkülerde açıklanan esaslar çerçevesinde dağıtım yapılabilmesi” hükmünü uygulayarak yabancı kurumsal yatırımcılar arasında dağıtım genellikle ihraççının uygun gördüğü şekilde yapılmaktadır. İhraççılar ve/veya lider aracı kurum payların ikincil piyasa performansını da gözönünde tutarak yabancı kurumsal yatırımcıya ayrılan tahsisat içerisinde diledikleri gibi serbestçe dağıtım yapabilmektedirler. Bazı yatırımcıların talepleri tamamen karşılarken bazılarının talepleri ise hiç karşılanmayabilir. Böylelikle, hisseyi uzun süre elde tutacak uzun vadeli kurumsal yatırımcılarla, kısa vadeli kar amacı güden ve bu amaçla alım yapan kurumsal yatırımcılar arasında da ilki lehine bir fark yaratılması imkanı doğmaktadır.

Bu nedenlerle de son dönemlerde yapılan halka arzlarda yabancı kurumsal yatırımcıya yukarıda belirtilen yasal sınırlamaların elverdiği en üst düzeyde pay ayrılarak tahsisat yapıldığı görülmektedir.

Bireysel yatırımcılara ayrılması zorunlu olan payda düşünülürken, yerli kurumsal yatırımcılar için halka arzlarda yapılan tahsisat çok düşük oranlarda olabilmektedir. Türkiye’de kurumsal yatırımcılar kendile-

ri için ayrılan %2-5’lik tahsisat grubunda halka arza katılabilmekte ve fiyat üzerinde hiç bir belirleyici etkileri olamamaktadır. Dağıtım sonrası paylarına düşen hisse miktarı portföy büyüklüklerinin yanında genellikle önemsiz bir tutar oluşturmaktadır. Bu nedenle de İMKB’de işlemlerin başlamasından kısa bir süre sonra satış yönünde karar verilmektedir.

Kurumsal yatırımcıların uzun vadeli kararları alabilmeleri ve daha yüksek katılım sağlayabilmeleri için halka arzlarda yabancı kurumsal yatırımcılarla eşit haklara sahip olabilmelerinin sağlanması gerekmektedir. Böylelikle ihraççılar, yerli kurumsal yatırımcılar için daha yüksek oranlarda tahsisat da yapabileceklerdir.

Kronik hastalık: Cari Açık...

Global piyasalarda kriz devam ederken, cari açık Türkiye açısından en önemli risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Cari açığı oluşturan en büyük kalem olan dış ticaret açığının yapısal bir değişimin sonucu olduğu göz önüne alındığında; trendin kısa vadede değişmesinin zor olduğu görülmektedir.

Mehmet Besimoğlu
Oyak Menkul Değerler
Ekonomist

“ Cari açığı oluşturan en büyük kalem olan dış ticaret açığının yapısal bir değişimin sonucu olduğu göz önüne alındığında; trendin kısa vadede değişmesinin zor olduğu görülmektedir. ”

Türkiye yakın tarihinde, döviz krizleriyle sık sık karşılaşmıştır. Özellikle sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ve devletin hızla artan borçlanma ihtiyacı ile birlikte 1989 yılında gündeme gelen sıcak para girişi, Türkiye'yi sürekli krize açık hale getirmiştir. 1990'lı yıllardan sonra para ve sermaye piyasalarından yüksek getiri elde eden sıcak parayı ülkeye çekmek ve tutmak için Türk lirası faizlerini yüksek tutmak durumunda kalmış ve bu durumda kur baskı altında kalmıştır. 1994 ve 2001 yılı krizlerinin arkasındaki temel neden olarak öne çıkan kur çapası sisteminin TL'nin aşırı değerlendirilmesine yol açıp, ülkeyi sıcak paraya açık hale getirmesinin önüne geçmek adına 2001 krizinin bir dönüm noktası olduğu düşünüldü ve dalgalı kura geçildi. Bir dönemin kapandığı düşünülüp “ihracata dayalı istikrarlı büyüme” amaçlandıysa da, gelişmeler pek de bu şekilde olmadı.

Küresel likiditedeki bollaşmanın verdiği desteğin yanısıra, uygulanan sı-

kı maliye ve para politikası ile yapısal reformların hızla hayata geçirilmesi sonucu düzelen ekonomik görünüm, TL'nin hızla değerlendirilmesine yol açtı. Özellikle 2002 yılında başlayan ekonomideki dönüşüm sürecinin küresel likidite ile desteklenmesi ile enflasyon tek haneye inerken; büyüme son altı yılda ortalama %7 düzeylerinde seyretti. Bu olumlu görüntü, Türkiye'nin yabancı yatırımcılar açısından bir cazibe merkezi olarak tercih edilmesine sebep oldu. Ülkeye akan yabancı sermaye Türk Lirası'nın makro dinamiklerden bağımsız olarak güçlenmesinde belirleyici oldu.

Bu süreç halen de devam etmektedir. Reel kurun Ağustos 2008 sonunda 1.94 rekor seviyelerine kadar yükselmesi dezenflasyon sürecine yardımcı olmuştur. Ancak aynı zamanda da yerel sanayinin baskılanması, özellikle yerli hammadde/aramalı kullanımını azaltarak sanayinin yapısının değişmesine sebep olmuştur. Bu durum, diğer olumsuz etkilerinin yanı sıra, dış ticaret dengesinde kalıcı ha-

sara ve cari açığın genişlemesine yol açmaktadır. Bunun dışında, enerji kullanımında ithalata dayalı doğalgaz, petrol ve taşkömürünün payı giderek artmaktadır ki; bu durum enerji faturasını kabartmaktadır. Özellikle doğalgazın elektrik üretiminde ve ısınma amaçlı olarak kullanılmasında yaşanan artış ülkenin enerji faturasındaki artışın en önemli belirleyicilerinden biri olmuştur.

Bunun dışında, en önemli ihracat kalemlerinden biri olan otomotiv sanayi ihracatta olduğu kadar ithalat ara mala olan bağımlı yapısı açısından ithalat tarafında da belirleyici olmaktadır. Özellikle 2001 sonrasında yeni yatırımların tamamlanarak devreye girmesi, sektördeki artan kapasite ve verimlilik artışı ile sektörün önemli bir ihracat kalemi olmasına sebep olmuştur. Fakat gelecek döneme ilişkin olarak özellikle AB tarafında bir daralmanın öncelikle otomotiv sektörünü etkileyeceği açıktır. Diğer önemli ihracat kalemlerinden biri olan dayanıklı tüketim mallarında da ithalata çok bağımlı bir yapı görünmektedir. İthal girdiye en az bağımlı olan sektörlerden biri olan tekstil/giyim sektörü TL'deki değerlenmenin en olumsuz etkilediği sektörlerin başında gelmektedir. Öne çıkan ihracat kalemlerinin gitgide ithal ara malına yönelmeleri ihracat/ithalat dinamikleri vasıtasıyla cari açık üzerinde risk oluşturmaktadır.

Özellikle 2003 yılında hızlanan yabancı sermaye akımı ile TL'nin değerlenme süreci daha güçlenerek devam etmektedir. 2002-2007 yılları arasında yurtiçine doğrudan sermaye girişi 58,2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu giren paranın 22,5 milyar dolarlık kısmı özelleştirme gelirlerinden oluşmaktadır ve bu miktar Türkiye borç stokunu düşürme için kullanılmış olsa da tek seferlik gelirler bağımlılık yaratma riski taşımaktadır.

Global piyasalarda kriz devam eder-

ken, cari açık Türkiye açısından en önemli risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Cari açığı oluşturan en büyük kalem olan dış ticaret açığının yapısal bir değişimin sonucu olduğu göz önüne alındığında; trendin kısa vadede değişmesinin zor olduğu görülmektedir.

Finansman tarafının yapısına bakıldığında doğrudan yabancı yatırımın cari açığın finansmanında payının beklentiler dahilinde düştüğünü ve son dönemde diğer sektörler borçlanmalarının cari açığın %80 gibi bir bölümünü finanse etmeye başladığını görüyoruz. Bu bağlamda yurtdışındaki çalkantıya bağlı olarak küresel likiditenin daralması halinde finansman tarafının olumsuz etkileneceği açıktır. Cari açığın bu derece yüksek olduğu bir ülkede harcama artırıcı adımlardan kaçınılıp, maliye politikasındaki disiplin önem taşımaktadır. Yerel seçimler öncesinde hükümetin mali disiplini bozacak adımlar atıyor olması, Merkez Bankası'nın daha temkinli olmasına yol açabilecektir.

Takasbank Fon Platformu

Türkiye Elektronik Fon Alım-Satım Platformu Projesi nedir? Bize kısaca anlatabilir misiniz?

Ülkemizde fon paylarının alım satım işlemleri çeşitli kuruluşlar tarafından standart olmayan birtakım faks ve telefon talimatlarıyla gerçekleştirilmekte ve her kurum işlemleri bir diğeriyle karşılıklı olarak birebir yapmaktadır. Bu kurumların hem kendi aralarında hem de müşterileriyle yaptıkları işlemlerde kullanabilecekleri bir standart bulunmamaktadır. En önemli sorunlardan biri de banka, aracı kurum, portföy yönetim şirketi, bankaların şubeleri, ATM'leri, İnternet şubeleri gibi değişik fon dağıtım kanallarıyla fon işlemleri yapan kuruluşlar arasındaki etkileşimin belli bir standardının olmamasıdır. Bu sebeple konuya yönelik olarak Bankamız tarafından bir proje başlatılmıştır. Burada amacımız Takasbank nezdinde, fon paylarının ilgili kuruluşlar tarafından, web tabanlı olarak düşündüğümüz elektronik bir ortamda, karşılıklı olarak alınıp satılabilmesine olanak sağlayacak, yeni pay ihracı, bu payların geri alım işlemleri gibi işlemlerin de yapılmasını sağlayacak bir dağıtım platformu kurmaktır. Bu işlemlerin takası tabii yine Takasbank tarafından yapılacaktır. Böylelikle Takasbank olarak ülkemiz sermaye piyasasının ve fon endüstrisinin gelişmesine daha fazla katkı sağlayabileceğiz.

Projenin sektöre sağlayacağı kat-

“ Bu projeye, fon kurucularına ulusal bazda bir yatırım fonu dağıtım kanalı sunulacaktır. Böylelikle sektörde fon paylarının dağıtım ağının genişletilmesi sağlanacak, pazarlama imkanları ve rekabet artmış olacaktır. Fon yöneticileri bu yeni dağıtım kanalı aracılığıyla yönettikleri fon büyüklüklerini arttırabileceklerdir. ”

kılar neler olacaktır?

Bundan da bahsedebilir misiniz?

Fon paylarının dağıtımının, fon kurucuları ile fon dağıtım yapan bankalar, aracı kurumlar, fon yönetim şirketleri gibi kuruluşlar arasında daha etkin ve hızlı yapılabilmesi sağlanacaktır. Aynı zamanda dağıtım ağındaki kısıtlar nedeniyle fon satışında zorlanan fon yöneticilerine yeni bir olanak sunulacak ve dağıtım işlevini yerine getiren diğer kurumlara da yeni bir gelir kaynağı sağlanacaktır.

Bu projeye, fon kurucularına ulusal

bazda bir yatırım fonu dağıtım kanalı sunulacaktır. Böylelikle sektörde fon paylarının dağıtım ağının genişletilmesi sağlanacak, pazarlama imkanları ve rekabet artmış olacaktır. Fon yöneticileri bu yeni dağıtım kanalı aracılığıyla yönettikleri fon büyüklüklerini arttırabileceklerdir. Aracı kuruluşların kendi aralarında yaptıkları fon işlemlerinin takası Takasbank bünyesinde merkezileşecek, işlemler standart hale getirilmiş olacaktır. Fon sektöründe artan rekabet fon yönetim ücretlerinde azalmaya neden olacak ve böylelikle düşen maliyetler yatırım fonlarını yatırımcılar nezdinde daha cazip hale getirecektir.

Bu platforma hangi kuruluşlar üye olabilecekler?

Biz başta fon kurucuları olmak üzere ülkemizde faaliyet gösteren bütün bankaların, aracı kurumların, saklama hizmeti sunan bankaların ve portföy yönetim şirketlerinin bu sistemde yer almasını arzu etmekteyiz.

Platformun işleyişi hakkında bize biraz bilgi verebilir misiniz?

Bu platformda işlemler Bankamız ile Merkezi Kayıt Kuruluşu arasında sağlanacak entegrasyonla sonuçlandırılacaktır. Platforma üye olacak kuruluşlar Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde bir hesap açacaklardır. Takasbank nezdinde ise nakit blokaj hesabı olacaktır. Fon Ku-

rucuları platformda işlem görecektir. Fonlarla ilgili bilgileri sisteme tanımlayacak, istedikleri zaman ise bu bilgileri güncelleyebilecektir. Fon dağıtıcıları Takasbank ekranlarından bu bilgileri izleyebileceklerdir. Alım-satım emirleri Takasbank sistemine uzaktan erişim yoluyla iletilecektir. Fon dağıtım kuruluşunun alım-satım işlemi için gerekli olan nakit ile satış işlemi için gerekli katılma belgeleri talimatın sistem tarafından onaylanması ile birlikte bloke edilecektir. Fon kurucusu için satış işlemi katılma belgesi blokajı, talimatın sisteme tanımlandığı gün itibarıyla gerçekleştirilecektir. Fon kurucusu katılma belgesi geri alım işlemi için gerekli olan nakit, valör tarihinde kurucu borç kapatma işlemi olarak yapılacaktır. Sistemde fon kurucusu tarafından tanımlanan pasif satış talimatının olması durumunda, pasif talimat tamamlanmaya kadar girilen aktif alım emirleri için otomatik olarak fon kurucusu onayı alınmış kabul edilecektir. Fon dağıtım kuruluşu, sisteme tanımlandığı talimatları fon kurucusu onayından önce iptal edebilecektir. İptal işlemi ile talimat için bloke edilmiş nakit/katılma belgesi serbestleştirilerek kurumun serbest hesabına aktarılacaktır. Fon kurucusunun onayladığı ancak valör tarihinde fon kurucusu tarafından borç kapatma yapılmayan satış işlemleri için belirlenecek son saatte sistemde otomatik borç kapatma yapılacaktır. Valör tarihinde işlem için gerekli nakit ve kıymetin bloke edilmiş olması şartı kontrol edilerek işlem eşanlı olarak gerçekleştirilecektir. Fon dağıtım kuruluşunun alım-satım işlemi için bloke edilen nakit, işlem için gerekli tutardan fazla ise; işlemin gerçekleşmesi ile birlikte kalan tutar serbestleştirilerek fon dağıtıcısı kurum serbest hesabına aktarılacaktır. Sisteme tanımlanan ileri valörlü işlemler, sisteme tanımlandığı gün fon kurucusu tarafından belirlenen fon işlem son saatine kadar ve fon kurucusunun onayı ile iptal

edilebilecektir. Valör tarihinde gerçekleştirilmeyen tüm işlemler iptal edilecektir. Blokeler serbestleştirilerek ilgili hesaplara geri aktarılacaktır. Fon payları için fiyat oluşmayacak, işlemler kurucunun ilan ettiği fiyatlar üzerinden gerçekleştirilecektir. İşlemin valör tarihinde işlem için gerekli nakit ve kıymetin bloke edilmiş olması şartı olacak ve bu şart tamam ise işlem eşanlı olarak gerçekleştirilecektir. Gerçekleşen işlemlerin takası teslim karşılığı ödeme prensibi çerçevesinde Takasbank tarafından gerçekleştirilecektir. Ayrıca fon kurucuları operasyonel işlemlerini gerçekleştirmek üzere operatör üye de tayin edebileceklerdir. Sistemde komisyon ödemesi de mümkün olacak, fon kurucusu tarafından katılma belgesi alım-satım işlemlerine aracılık eden fon dağıtıcısı kuruluşlara ödenecek komisyon aktarım işlemleri de Takasbank sisteminde yapılacaktır. Bütün bu sistemin de İnternet tabanlı olarak olmasını planlıyoruz.

Peki bu tür platformların yurtdışında örnekleri var mı?

Fon işlemlerinde ortaya çıkan operasyonel yükün hafifletilmesi ve fon endüstrisine standart bir dağıtım kanalının sağlanması fikri, ilk defa Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkmıştır. ABD'de 1980'lerin başında yatırım fonlarının yöneticileri etkin bir otomasyon sisteminde standart mesajları kullanarak işlemlerini gerçekleştirebiliyorlar; ancak fon paylarının alım-satımını gerçekleştiren fon dağıtım kuruluşları bunun aksine ilkel birtakım yöntemlerle, standardı olmayan faks, telefon mesajları ile işlemlerini gerçekleştiriyorlardı. Avrupa'da ise genel olarak fon dağıtım kuruluşlarının en büyük sorunu, işlemlerin dokümantasyonunun inanılmaz şekilde artmış olmasıydı. Fon dağıtım kuruluşlarının hem kendi aralarında hem de müşterileriyle kullanabilecekleri bir standart oluşturulamamış olması nedeniyle, her kurum kendi çözü-

münü geliştirmekte ve bu da standardizasyondan giderek uzaklaşmasına neden oluyordu. Çözülmesi gereken sorun fon dağıtım kanalları (banka, fon yöneticisi, aracı kurum, sigorta şirketi, finans danışmanı, banka şubesi, ATM, İnternet, posta idaresi, telefon) ile fon kurucusu arasındaki iletişimin standart hale getirilmesiydi. Fon yöneticisi genellikle fon dağıtımını, fon idaresi, fon transferi, fon saklaması gibi hizmetleri dış kaynaklardan (outsourcing) sağlamaktadır. Bu kurumlar hisse senedinde de benzer işlemleri olmasına rağmen otomasyon sayesinde sorunsuz çalışırken, fonlarda transfer işlemlerinin %95'i faks ile sonuçlandırılmaktaydı. Bu tür bir fon platformu Fund/SERV adıyla ilk defa 1986 yılında Amerikan DTCC şirketi nezdinde kurulmuş, bunu takiben süreçte Avrupa'da Euroclear tarafından işletilen FundSettle ve Clearstream tarafından işletilen Vestima+ platformları kurulmuştur. Bugün ABD ve AB'deki fon alım-satım işlemlerinin önemli bir kısmı bu platformlar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Örneğin Amerika'da yatırım fonlarının taraf olduğu işlemler içinde, Fund/SERV üzerinden yapılan işlemlerin oranı yaklaşık %90 civarındadır. 2006 yılında bu platformda 143 milyon işlem gerçekleştirilmiş olup, bu işlemlerin tutarı ise yaklaşık 2.1 trilyon USD'dir. Amerika'daki Fund/SERV'ün 1,000'in üzerinde üyesi bulunmaktadır. Avrupa'daki FundSettle platformunda 31,000 fon, Vestima+ platformunda ise 16,000 fon işlem görmektedir. Bu sistemler uluslararası piyasalarda fon işlemleri gerçekleştirmekte. Bu platformlar ülkelerindeki fon sektörünü büyümüşler, fon alım-satım işlemlerini kolaylaştırmışlar, fon işlemlerindeki operasyonel süreçleri azaltmışlar ve sektöre bütünlük kazandırmışlardır.



Cem Tözge
Ata Portföy Yönetimi
Portföy Yöneticisi

SPOT

ATA PORTFÖY

B TİPİ DEĞİŞKEN FONU

Ata Portföy hakkında kısaca bilgi verir misiniz?

1993 yılında kurduğu ilk yatırım fonu ile somut bir fon yönetim geçmişi ve tecrübeli fon yönetimine sahip Ata Portföy, Ata Yatırım'ın kurucusu olduğu 7 adet menkul kıymet yatırım fonunu, yatırım ortaklığını ve Ankara Emekliliğe ait 3 adet emeklilik fonunu yönetmektedir. Yönetilen Yatırım fonlarının 3 adeti A Tipi (Karma, Değişken, Endeks), 4 adeti ise B Tipi (Değişken, Özel Portföy Yönetimi, Tahvil-Bono, Likit) statüsündedir. Yönetilen emeklilik fonları ise Ankara Emeklilik Kamu Borçlanma Araçları Fonu, Ankara Emeklilik Para Piyasası Likit Kamu Fonu ve Ankara Emeklilik Uluslararası Borçlanma Araçları Fonu'dur.

Ata Yatırım'ın B Tipi Değişken Fon'u hakkında kısaca bilgi verir misiniz?

Ata Yatırım, ilk B tipi değişken fonunu 05/10/2001 tarihinde kurmuştur. Fonun yönetiminden Ata Portföy Yönetimi A.Ş. sorumludur. 03 Ekim 2008 itibarıyla fonun büyüklüğü 5,219,093 YTL'dir. Portföy sınırlamaları itibarıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:7 No:10 "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" 5'inci maddesinde tanımlanan fon türlerinden herhangi birisine girmeyen fonlar "Değişken Fon" olarak adlandırılır. Yani, portföyde istenen yatırım aracından istendiği kadar bulunabilir. Yatırım araçları ve miktar konusunda herhangi bir limit bulunmamaktadır. Fon yönetiminde yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının seçiminde, fonun likiditesinin sağlanması amacıyla portföye ters repo işlemi yapılmasına dikkat edilir. Aynı amaçla portföye alınacak kamu ve özel kesim borçlanma senetlerinin ve ortaklık se-

netlerinin seçiminde likiditesi yüksek olanlar tercih edilir.

Ata Yatırım B Tipi Değişken Fonu'nun yatırımcı profili ve yatırım stratejisi nedir?

Portföyde yer alabilecek varlıklar iç tüzükte de belirtildiği şekilde en az ve en çok olmak üzere şöyle sıralanmaktadır; Hisse Senetleri %0 - %100, Yabancı Hisse Senetleri %0 - %100, Kamu Borçlanma Senetleri %0 - %100, Özel Sektör Borç. Senetleri %0 - %100, Yabancı Borçlanma Senetleri %0 - %100, Ters Repo %0 - %100, Altın ve Kıym. Maden %0 - %100, Gayrimenkul Sertifikaları %0 - %10. Fakat, 2004 yılından itibaren uygulanmakta olan yatırım stratejisi bant aralığı ve buna bağlı benchmark uygulamasına göre Sabit Getirili Menkul Kıymetlere %70 - %100, Ters Repo ve BPP'ye ise yatırım %0 - %30 ile sınırlıdır. Fonun benchmarkını hesaplarken %70 oranında KYD YTL 182 gün bono endeksi, %30 KYD O/N repo endeksi baz alınmaktadır. Piyasa koşullarında ani değişiklikler ortaya çıkması durumunda yukarıda belirtilen yatırım stratejileri ve benchmarklarda değişiklik fon kurulu kararı ile söz konusu olmaktadır. Yürürlükteki yatırım stratejisi ve benchmarktan da anlaşılacağı üzere fonun hedef yatırımcı profili kısa - orta vadeli faiz geliri elde etmek isteyen düşük risk almak isteyen yatırımcılardır.

Ata Yatırım B Tipi Değişken Fonu'nun yönetim komisyonu ve ortalama vadesi nedir?

Fonun yönetim ücreti her gün için fon toplam değerinin % 0.010 (yüzbinde-on)'udur. Fonun sabit getirili menkul kıymet bölümüne aktif portföy yönetimi

stratejisi uygulanmaktadır. Fonun ortalama vadesi 180 civarındadır.

Fon fiyatı nasıl hesaplanır?

Fon fiyatı hergün hesaplanır. Katılma belgelerinin değeri, fon içtüzüğü ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun seri:VII, No:10 Tebliği'nin 45. maddesi çerçevesinde; portföydeki varlıklardan hisse senetleri için en son tarihli borsa ikinci seans ağırlıklı ortalama fiyatlar, borçlanma araçları ve ters repolar için en son tarihli borsada gerçekleşen ortalama oranlar dikkate alınarak her işgünü sonu itibarıyla hesaplanır ve müteakip işgünü katılma belgelerinin alım satım yerlerinde açıkça görülebilecek şekilde asılan ilanlarla duyurulur. İlan gününde yapılan alım satımlarda bu fiyat geçerli olur. Savaş, ekonomik kriz, iletişim sistemlerinin çökmesi, menkul kıymetlerin ilgili olduğu piyasanın kapanması, bilgisayar sistemlerinde meydana gelebilecek arızalar gibi olağanüstü olayların ortaya çıkması durumlarında, Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülmesi halinde, katılma belgelerinin birim pay değerleri hesaplanmayabilir.

Fon nerden hangi fiyattan satın alınabilir?

Katılma belgelerinin alım- satımı Ata Yatırım, Ata Online ve Garanti Bankası aracılığı ile yapılabilir.

Yatırımcıların İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 13.30'a kadar verdikleri katılma belgesi alım talimatları talimatın verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. Yatırımcıların İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 13.30'dan sonra iletilen talimatlar ilk pay fiyatı hesaplamasından sonra verilmiş olarak kabul edilir ve izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde iletilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir. Satımlarda ise yatırımcıların İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde sa-

“ Yılın ilk 9 ayında devam eden temkinli duruşumuz yılın geri kalan süresinde de devam edecek diyebiliriz. 180 günlük ortalama vade hedefimize paralel, kısa ve orta vadeli bonolarda pozisyon taşıyacağız. Yurtdışı piyasalardaki bozulmanın devam edeceği beklentisi içinde olmamızdan dolayı, uzun vade riskinden mümkün olduğu kadar kaçınmak gerektiğini düşünmekteyiz. ”

at 13.30'a kadar verdikleri katılma belgesi satım talimatları talimatın verilmesini takip eden ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilir. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın açık olduğu günlerde saat 13.30'dan sonra iletilen talimatlar ilk fiyat hesaplanmasından sonra verilmiş olarak kabul edilir ve izleyen hesaplamada bulunan pay fiyatı üzerin-

den yerine getirilir. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın kapalı olduğu günlerde iletilen talimatlar ilk hesaplamada bulunacak pay fiyatı üzerinden gerçekleştirilir.

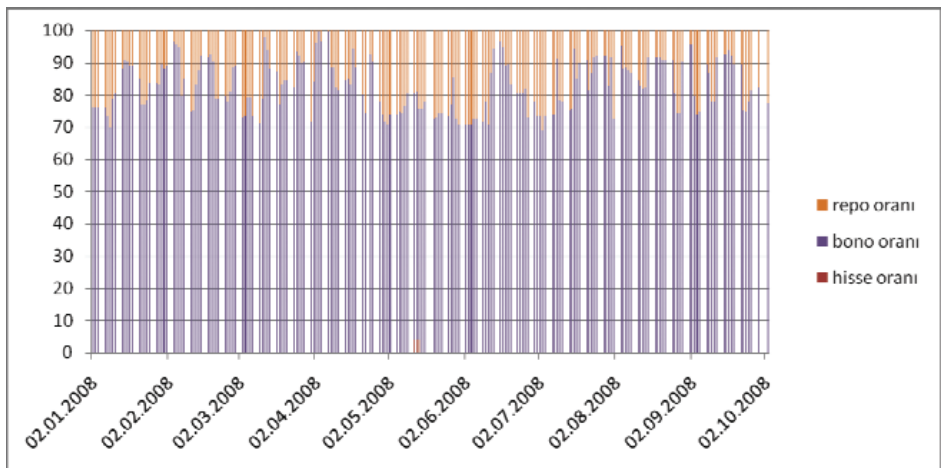
Fonun yönetiminde karar alma süreci nasıl işliyor?

Haftalık bazda yapılan alokasyon toplantısından çıkan karar doğrultusunda yatırım stratejisine bağlı kalmak kaydıyla alım satım işlemleri gerçekleştirilmektedir. Piyasa koşullarına göre alım satım kararları ve zamanlaması tamamen fon yöneticisinin inisiyatifindedir.

Yılın geri kalanında fonun yönetim stratejisi nasıl olacak?

Yılın ilk 9 ayında devam eden temkinli duruşumuz yılın geri kalan süresinde de devam edecek diyebiliriz. 180 günlük ortalama vade hedefimize paralel, kısa ve orta vadeli bonolarda pozisyon taşıyacağız. Yurtdışı piyasalardaki bozulmanın devam edeceği beklentisi içinde olmamızdan dolayı, uzun vade riskinden mümkün olduğu kadar kaçınmak gerektiğini düşünmekteyiz. Likiditesi yüksek kısa vadeli iskontolu bonolar ve değişken faizli tahviller fonun yatırım yapacağı enstrümanların başında gelecek.

Yılbaşından bugüne Ata Yatırım B Tipi Değişken Portföy Dağılımı





G. Yaman Akgün
Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.
Portföy Müdürü

T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken fonlar; portföylerinde en az %25 İMKB'de işlem gören şirketlerin hisse senetlerini taşımakla birlikte, dengeli bir şekilde Devlet İç Borçlanma Senetlerine de yer verir. Fonun yatırım felsefesi, hisse senedi piyasasının orta ve uzun vadeli eğilimleri ile Devlet İç Borçlanma Senetlerinin getirisinden faydalanıp orta risk düzeyinde dengeli ve istikrarlı getiri sağlamaktır.

T.C. ZİRAAT BANKASI A.Ş.

A TİPİ DEĞİŞKEN FON / A TİPİ DEĞİŞKEN DEĞER FONU

Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından yönetilen A tipi yatırım fonları hakkında bilgi verir misiniz?

Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından T.C. Ziraat Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu 5 adet ve Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 1 adet A tipi yatırım fonu yönetilmektedir. Bunlar T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A tipi değişken fonu, A tipi değişken değer fonu, A tipi değişken başak fonu, A tipi karma fonu, A tipi İMKB 30 endeksi fonu ve Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A tipi değişken fonudur.

Müşterilerimize geniş bir ürün yelpazesi içerisinde, tercih ettikleri risk seviyesine uygun bir yatırım fonu sunmayı amaçlamaktayız.

T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fonlarının yatırım stratejisini anlatabilir misiniz?

T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken fonlar; portföylerinde en az %25 İMKB'de işlem gören şirketlerin hisse senetlerini taşımakla birlikte, dengeli bir şekilde Devlet İç Borçlanma Senetlerine de yer verir. Fonun yatırım felsefesi, hisse sene-

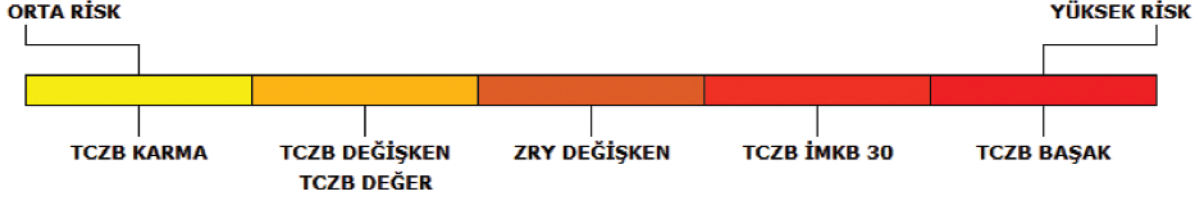
di piyasasının orta ve uzun vadeli eğilimleri ile Devlet İç Borçlanma Senetlerinin getirisinden faydalanıp orta risk düzeyinde dengeli ve istikrarlı getiri sağlamaktır.

Hisse senedi riskini dengelemek amacı ile portföyünde yüksek oranlı Devlet İç Borçlanma Senetlerine yer verilerek aktif portföy yönetimi yapılmaktadır. Hisse senedi seçimi süreci araştırma raporları ve piyasa beklentileri çerçevesinde gerçekleştirilmekte, karlılık ve büyüme açısından cazip sektörlerde yer alan şirketlerin hisse senetleri tercih edilmektedir. Yatırımcılarımıza tavsiye edilen yatırım süresi minimum 6 aydır.

Yönettiğiniz yatırım fonlarında stratejinizi nasıl belirliyorsunuz?

Şirketimizde düzenli olarak her hafta strateji toplantısı yapılmaktadır. Bu toplantıda gerek yurtiçinde gerek yurtdışındaki gelişmeler, önümüzdeki dönemde karşılaşılabileceğimiz riskler ve fırsatlar değerlendirilmektedir. Bunun sonucunda önümüzdeki dönemde uygulayacağımız genel stratejiler ortaya konulmakta ve portföy yöneticileri bu

ZİRAAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. TARAFINDAN YÖNETİLEN A TİPİ YATIRIM FONLARI RİSK HARİTASI



stratejilere uygun şekilde portföyleri oluşturarak yönetmektedirler. Ayrıca piyasadaki gelişmeler de yakından takip edilerek gerekli pozisyon değişimleri aktif bir şekilde gerçekleştirilmektedir.

Yönettiğiniz yatırım fonlarında önümüzdeki dönem için nasıl bir strateji öngörüyorsunuz?

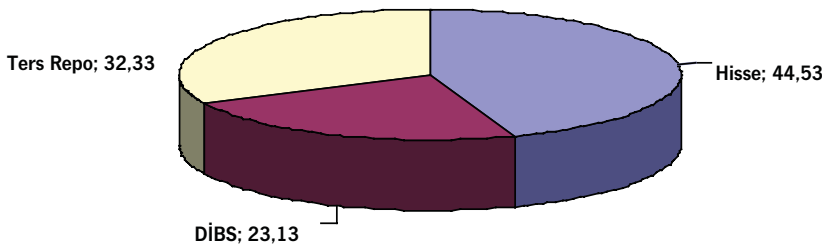
Ağustos 2007 tarihinden itibaren yaşadığımız finansal krizin derinleşmesiyle Amerikan hükümetinin iki deneme sonrasında senato ve kongreden geçirmiş olduğu ekonomik kurtarma paketine (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) piyasalar olumlu tepki göstermedi. Özellikle bu plandaki bazı belirsizlikler, planın maliyetleri ve diğer sektörlerdeki problemler önümüzdeki dönemde piyasalar üzerinde baskı yaratmaya devam edecektir. Ayrıca Avrupa'da

krizin etkilerinin görülmeye başlaması ileri dönemler için negatif bir işaret olarak algılanmalıdır.

Biz tüm dünyada ekonomik yavaşlamanın ve kredi krizinin etkilerinin 2009 yılında da devam etmesini beklemekteyiz. Gelişmekte olan ülkeler için enflasyon ana tehdit olmaktan çıkarak yerini resesyon tehdidine bırakmış gibi gözüküyor. Bu durumun özellikle hisse senetlerinin performanslarını etkilemesi beklenebilir. Türkiye'ye baktığımızda ise DİBS'ler-

“ Gelişmekte olan ülkeler için enflasyon ana tehdit olmaktan çıkarak yerini resesyon tehdidine bırakmış gibi gözüküyor. Bu durumun özellikle hisse senetlerinin performanslarını etkilemesi beklenebilir. ”

T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fonu 2008 Yılı Ortalama Portföy Dağılımı (%)



T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fonu

Fon Kurucusu

T.C. Ziraat Bankası A.Ş.

Fon Portföy Yöneticisi

Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.

Halka Arz Tarihi

07/09/1989

Fon Toplam Değeri

1.8551.487 YTL

Yatırımcı Sayısı

196

Tedavüldeki Pay Adedi

69.837

Toplam Pay Adedi

3,000,000,000

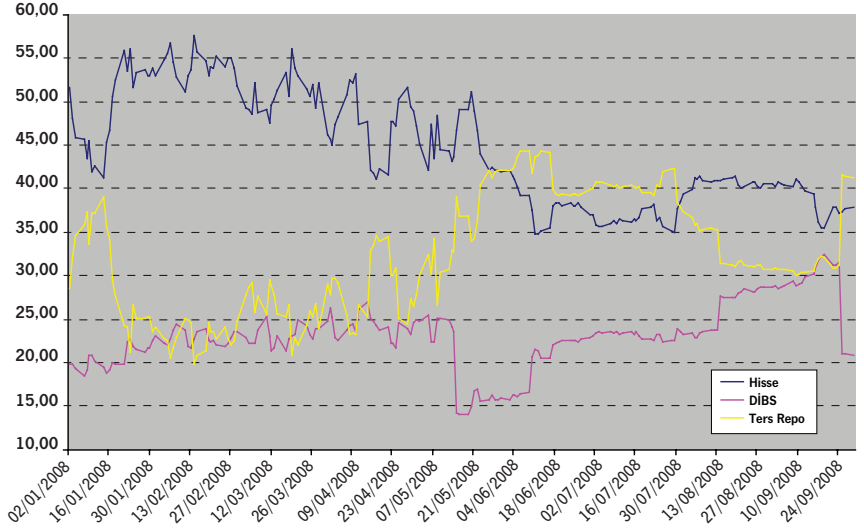
Fon Yönetim Ücreti

Günlük %0,010

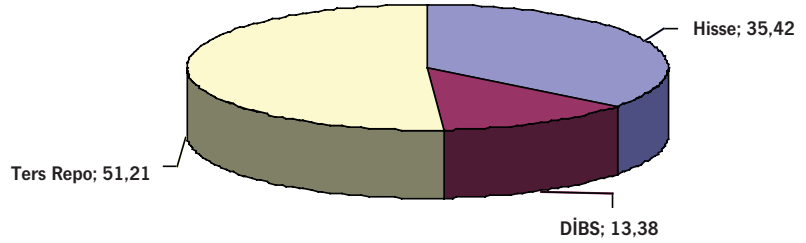
Not: Veriler 29.09.2008 tarihi itibarıyla.

de reel getirinin orta ve uzun vadeli yatırımlar için oldukça cazip seviyelerde bulunduğu söylenebilir. Bununla birlikte gerek DİBS'lerde gerekse hisse senedi tarafında önümüzdeki dönemde dalgalanmalar yaşanması kaçınılmaz olacaktır. Yönetmekte olduğumuz tüm fonlarda genel stratejimiz doğrultusunda hareket ederken, taktiksel hareketlerle piyasada yaşanan dalgalanmalardan faydalanarak fon getirilerini artırmayı hedeflemekteyiz.

T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fonu 2008 Yılı Portföy Dağılımı (%)



T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Değer Fonu 2008 Yılı Ortalama Portföy Dağılımı (%)



T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Değer Fonu

Fon Kurucusu

T.C. Ziraat Bankası A.Ş.

Fon Portföy Yöneticisi

Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.

Halka Arz Tarihi

02/06/2008

Fon Toplam Değeri

26.168,92 YTL

Yatırımcı Sayısı

25

Tedavüldeki Pay Adedi

2.818.500

Toplam Pay Adedi

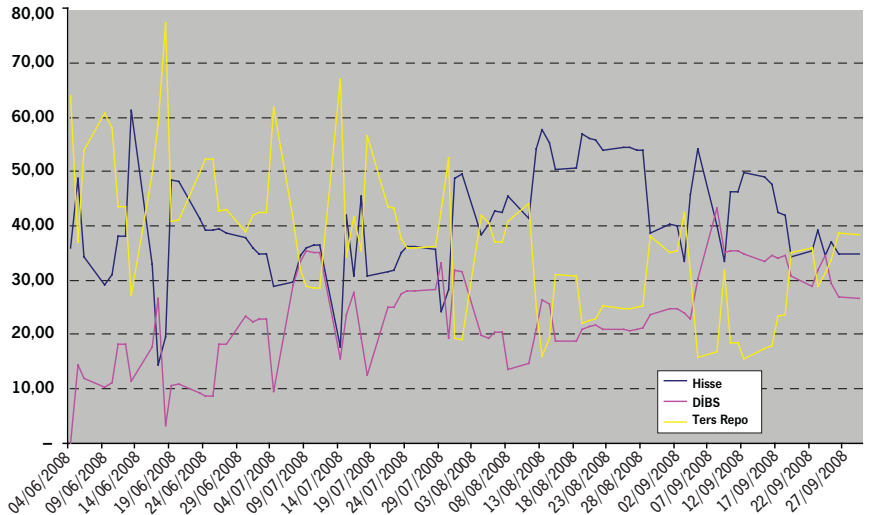
1,000,000,000

Fon Yönetim Ücreti

Günlük %0,010

Not: Veriler 29.09.2008 tarihi itibarıyladır.

T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Değer Fonu 2008 Yılı Ortalama Portföy Dağılımı (%)





ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK

Bu ayın sonunda 5. yılını geride bırakacak olan Bireysel Emeklilik Sistemi'nin bugün geldiği noktaya baktığımızda, sistemin gelişiminin hiç de azımsanmayacak bir yerde olduğunu söyleyebiliriz. Sistemin işleyişine ilişkin gerçekleştirilen yasal düzenlemeler de dikkate alındığında, bundan sonraki sürecin hem katılımcılar hem de emeklilik şirketleri açısından çok daha verimli geçeceğine inanıyoruz.



Uğur Erkan
Anadolu Hayat Sigorta
Genel Müdür Yardımcısı

1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin kuruluşunun 5. yılına yaklaşıyoruz. Bugünkü geldiğimiz noktayı değerlendirir misiniz? Anadolu Hayat Emeklilik olarak koyduğunuz hedeflere ulaşabildiniz mi?

27 Ekim 2003'te faaliyete başlayan ve içinde bulunduğumuz ay beşinci yılını dolduracak Bireysel Emeklilik Sistemi kapsamında, 19 Eylül 2008 tarihi itibarıyla 1.681.052 katılımcıya ait 5.759 milyon YTL fon birikmiş durumda. Sistemde gelinen nihai nokta ve ulaşılan büyüklükler, 5 yıl önce projekte ettiğimiz değerlere paralel, hatta bir miktar üzerinde gerçekleşmiş bulunuyor. Özellikle son 4 yılda yakalanan hızlı büyüme trendi, 2008 yılı başından beri yaşanmakta olan olumsuz makroekonomik konjonktür nedeniyle bir miktar yavaşlamış görünse de yıl içerisinde yakalanan katılımcı sayısında %15, fon hacminde de %26 oranındaki artışı olumlu değerlendiriyoruz.

Anadolu Hayat Emeklilik olarak da katılımcı sayısı ve fon büyüklüğü için koyduğumuz %20 oranındaki pazar

payı hedefimizi beşinci yıl itibarıyla aşmış bulunuyoruz. 19 Eylül 2008 tarihli EGM (Emeklilik Gözetim Merkezi) verilerine göre katılımcı sayısında %21,3 pazar payıyla en çok tercih edilen emeklilik şirketiyiz. Fon büyüklüğünde de %20,4 pazar payımız bulunuyor. 2008 yılında her iki kriterde de pazar ortalamasının üzerinde büyüyerek payımızı artırmaya devam ettik. Bugüne kadar olduğu gibi bundan sonra da sektörün en çok tercih edilen şirketi olmaya devam ederek, hem sektörün büyümesine öncülük etmek hem de tüm kategorilerde pazar payımızı %20'nin üzerinde sürekli kılarak, daha yukarılara taşımayı hedefliyoruz.

2. Son dönemde Bireysel Emeklilik Kanunu'nda önemli değişiklikler oluyor. Uzun zamandır Vesting ile ilgili beklenen yönetmelik yayımlandı. Bu konunun ne şekilde sistemi etkilemesini bekliyorsunuz?

Bireysel Emeklilik Sistemi mevzuatında yapılan son değişiklikler ile bir çok konuda olduğu gibi grup emeklilik

sözleşmeleri konusunda da birçok düzenlemeye gidildi. Bunlardan en önemlisini de, hiç şüphesiz işveren katkılı sözleşmeler için işveren tarafından ödenen katkı payları ile bunların getirilerinin tamamına katılımcı tarafından hak kazanılması için işveren grup emeklilik sözleşmesinde belirlenen hak ediş (Vesting) süresi konusundaki düzenlemeler oluşturuyor. Yeni düzenlemeye göre, belirlenebilecek olan hak ediş yani vesting süresinin beş yılı aşamayacağı hükme bağlanmış durumda. Konunun mevzuat altyapısının oluşmuş olması ve uygulama koşullarının da netlik kazanması, sisteme girmek için ilgili düzenlemeyi bekleyen birçok kurumun sistemdeki yerini almaya başlamasında etkili olmaktadır. Avrupa Birliği (AB) ve diğer gelişmiş ülkelerde vesting, özellikle nitelikli işgücünün kuruma bağlılığını artırmak amacıyla kurumsal emeklilik programları kapsamında uygulanmakta olan önemli bir araç işlevi görüyor. Vesting uygulaması ile ilgili düzenlemelerin, bireysel katılımın hali hazırda nispi olarak yük-

sek olduğu sektörümüzde, kurumsal katkılı emeklilik programlarının yaygınlaşmasını sağlayacağını öngörüyoruz.

3-) Bir diğer önemli konu ise emeklilik maksadıyla kurulmuş olan Dernek, Vakıf, Sandık gibi kurumların Bireysel Emeklilik Sistemine geçişi ile ilgili yönetmeliğin Ağustos ayında yürürlüğe girmesi oldu. Bahsedilen kurumlarda toplanan fonların miktarının yüksekliği düşünüldüğünde; bu geçişin nasıl ve ne boyutlarda olmasını bekliyorsunuz?

Yeni mevzuatta kurumsal katılımları etkileyecek en önemli düzenlemelerden birinin de vakıf ve sandıklardaki emekliliğe ait taahhütlerin Bireysel Emeklilik Sistemi'ne aktarımına imkan tanınması olduğunu düşünüyoruz. Yeni düzenleme ile vakıf ve sandıklardaki emekliliğe yönelik taahhütlere Bireysel Emeklilik Sistemi'ne aktarım aşamasında çok önemli vergisel teşvikler sunulmaktadır. Aktarım sırasındaki vergi teşvikleri, Bireysel Emeklilik Sistemi'nin güvenilir, şeffaf yapısı ve sistemde katılımcılara sunulmakta olan hizmetler ile vakıfların yeniden yapılanma ihtiyaçları bireysel emekliliğe aktarımı cazip bir hale getiriyor. Türkiye'de yer alan vakıf ve sandıklara bakıldığında, burada çok önemli bir kaynak olduğunu görüyoruz. Halihazırda özel kanunlarla kurulmuş, üyelerine ait birikim yapan ve emekliliğe yönelik taahhütte bulunan özel statülü 250-300 civarında vakıf, dernek ve sandık bulunuyor. Ve bu kurumlarda birikmiş olan fon büyüklüğünün yaklaşık 8 milyar dolar civarında olduğu ifade ediliyor. Bu tutarın ne kadarının bireysel emekliliğe aktarılabilirliğini tahmin etmek çok güç ama, Bireysel Emeklilik Sisteminde beş yılda ulaşılan fon büyüklüğünün 5.7 milyar YTL olduğu göz önüne alındığında sistem için önemli bir büyümenin söz konusu olabileceğini rahatlıkla söyleyebiliriz.

Bu kaynağın Bireysel Emeklilik Sistemi'ne aktarılması hem Sisteme,

Sistemin bugüne kadar sahip olduğu gelişme çizgisini koruyabilmesi, hatta beklentiler dahilinde daha iyi noktalara taşınması konusunda sektörde yer alan yasa koyucu, düzenleyici ve uygulayıcı olan tüm aktörlere önemli sorumluluklar düşmektedir.

hem vakıf üyelerine hem de ülke ekonomisine güç kazandıracak. Kurumların konuyla ilgili bilgilendirilmesi ve altyapı çalışmalarının oluşturulması konusunda emeklilik şirketlerine ve aracılara önemli görevler düşüyor. Bu sorumluluğun bilinciyle, Anadolu Hayat Emeklilik olarak konuyla ilgili çalışmalarımızı kararlılıkla sürdürüyoruz.

4-) Ülkemizde kurumsal anlamda sermayenin kolektif yatırım araçlarında birikimi konusunda bir milat olan Bireysel Emeklilik Sistemi'nin gelecek 5 yılını nasıl görüyorsunuz? Bu süreçte olması gerektiğini düşündüğünüz inisiyatifler nelerdir?

Bu ayın sonunda 5. yılını geride bırakacak olan Bireysel Emeklilik Sistemi'nin bugün geldiği noktaya baktığımızda, sistemin gelişiminin hiç de azımsanmayacak bir yerde olduğunu söyleyebiliriz. Sistemin işleyişine ilişkin gerçekleştirilen yasal düzenlemeler de dikkate alındığında, bundan sonraki sürecin hem katılımcılar hem de emeklilik şirket-

leri açısından çok daha verimli geçeceğine inanıyoruz. Özellikle, vakıf ve sandıklardaki birikimlerin sisteme aktarımı ve hak ediş (Vesting) süresiyle ilgili yasal düzenlemelerin kurumsal katılımları tetikleyerek sisteme ve emeklilik şirketlerinin büyümesine yön vereceği kuşkusuz.

EGM tarafından gerçekleştirilen sektöre ait projeksiyonlara bakıldığında, 19.09.2008 itibarıyla yaklaşık 1,7 milyon olan katılımcı sayısının 2009 yılında 2 milyon, 2010 yılında 2,4 milyon, 2015 yılında 4 milyon ve 2020 yılında da 5,5 milyon kişiye ulaşması beklenmektedir. Fon büyüklüğü konusundaki projeksiyonlara bakıldığında da 19.09.2008 tarihi itibarıyla 5 milyon 759 bin YTL olan fon büyüklüğünün 2009 yılında 9 milyon 419 bin YTL, 2010 yılında 13 milyon 260 bin YTL, 2015 yılında 47 milyon 899 bin YTL ve 2020 yılında da 115 milyon 411 bin YTL'ye ulaşması öngörülmektedir.

Sistemin bugüne kadar sahip olduğu gelişme çizgisini koruyabilmesi, hatta beklentiler dahilinde daha iyi noktalara taşınması konusunda sektörde yer alan yasa koyucu, düzenleyici ve uygulayıcı olan tüm aktörlere önemli sorumluluklar düşmektedir. Örneğin, vesting uygulamaları yanında kurumsal bazda Bireysel Emeklilik Sistemi'ne katılımın itici güçlerinden birisi de hiç şüphesiz işverene sağlanan vergi avantajıdır. İşverenlerin çalışanları adına ödedikleri katkı payı tutarları, belirli sınırlar içinde, doğrudan gider yazılmak suretiyle kurumlar vergisi matrahından indirilebiliyor ve böylece katkı payının işverene reel maliyeti düşürülmüş oluyor. Bakanlar Kurulu kararı ile söz konusu oranlarda yasal limitler çerçevesinde makul bir artış sağlanması gerek emeklilik şirketlerinin gerekse kurumların önemli beklentileri arasında yer alıyor.

YapıKredi Emeklilik

1-) Bireysel Emeklilik Sistemi'nin kuruluşunun 5. yılına yaklaşıyoruz. Bugünkü geldiğimiz noktayı değerlendirir misiniz? Yapı Kredi Emeklilik olarak koyduğunuz hedeflere ulaşabildiniz mi?

Emeklilik planlarının satışına başlandığı 27 Ekim 2003'ten bugüne geldiğimizde, toplam 10 şirketin sistemde faaliyet gösterdiğini ve 2007 sonu itibarıyla sektördeki aracı sayısının 12 bin 500'e yaklaştığını görmekteyiz. Başarılı bir başlangıç dönemini geride bırakan Bireysel Emeklilik Sistemi, 5'inci yılında sözleşme sayısında 2 milyon adede, fon büyüklüğünde 6 milyar YTL'ye ulaşmak üzeredir. Sistem hem katılımcı, hem de fon büyüklüğünde hedefler doğrultusunda büyümesini sürdürmektedir. Geçen yaklaşık 5 yıl boyunca şirketler satış ve banka sigortacılığı örgütlenmelerini geliştirdi. Bu süreçte edindikleri tecrübeleri, satış öncesi ve sonrası müşterilere en yüksek hizmet standardının sağlanmasına yönelik çalışmalarda kullandı ve kullanmaktadır.

Bireysel Emeklilik Sistemi'nde 2003'ten bu yana geçen süreyi evrelere bölecek olursak, 2003-2004 yılları başlangıç dönemidir. Yoğun basın ilgisinin görüldüğü, reklam ağırlıklı bu dönemde, özellikle toplumun farklı katmanlarında yeniliklere açık kesim bireysel planlar ile sisteme dahil olurken, aynı şekilde daha nadir olmakla birlikte öncü işveren katılımcı planlar ortaya çıkmıştır. 2004'te başlayan ve 2006 Ekim'e kadar devam eden hayat sigortalılarından aktarım dönemi diye adlandıracağımız evrede ise, mevcut hayat sigortalılarından aktarımı avan-

tajlı olan kişilerin bu döneme farklılık getirdiği söylenebilir. 2007 ve 2008 yılı ise yeni mevzuat düzenlemelerin devreye girdiği bir dönemdir. Bunlar kısaca;

- EGM'nin mevzuata yönelik konumuna ilişkin düzenleme,
- Grup emeklilik planlarında hak etme kriteri (vesting) esaslarına ilişkin düzenleme,
- Bireysel emeklilik hesaplarının aylık ödeme tutarının asgari ücrete kadar olan kısmının haczedilmemesi / rehnedilmemesi,
- İşveren hesapları, vakıf ve sandıklardaki hesapların BES'e aktarılabilmesidir.

Şirketler gerek satışta, gerekse satış sonrası hizmetlerinde uzmanlaşarak müşterilerine en iyi hizmeti ve bilgilendirmeyi vermeye çalışmaktadır. Gerek satış öncesi, gerekse satış sonrası için müşterilerin mevcut finansal durumları ve emeklilikle ilgili planlama yapmalarına yönelik bilgilendirilmelerinin önemi ortaya çıkmıştır. Hem mevcut müşterilere, hem de potansiyel müşteri kitlesi olarak tüm topluma yönelik ortak tanıtıma şirketler olarak hala gereksinim duymaktayız.

Geçtiğimiz yıl sektörümüz hızla büyürken şirket olarak biz de gelişimimizi devam ettirdik. 2007 yılında bir önceki yıla göre şirketimizin sözleşme sayısı yüzde 32, fon büyüklüğümüz yüzde 46 oranında arttı. Bu yıl da benzer büyüme hedefleriyle gelişimimizi sürdürüyoruz. Ayrıca gerek bu yıl, gerekse önümüzdeki yıllarda satış örgütümüz, banka şubeleri, alternatif dağıtım kanalları, broker ve acentelerimiz aracılığıyla ulaştığımız müşterilerimizin yaşam



Taylan Türkölmez
Yapı Kredi Emeklilik
Genel Müdür Yardımcısı

kaybı, kritik hastalık, çalışamamazlık gibi ihtiyaçlarını karşılayacak risk ürünleri üzerine de yoğunlaşacağız.

2-) Son dönemde Bireysel Emeklilik Kanunu'nda önemli değişiklikler oluyor. Uzun zamandır Vesting ile ilgili beklenen yönetmelik yayımlandı. Bu konunun ne şekilde sistemi etkilemesini bekliyorsunuz?

2007 yılı sonu itibarıyla bireysel emeklilik sözleşmelerine bakıldığında yüzde 2'si işveren+çalışan katkılı, yüzde 2'si ise sadece işveren katkılı sözleşmelerden oluşmaktadır. Sözleşmelerin yüzde 76'sı bireyseldir. Tüm dünyada çalışanların kurumlara bağlılığında yan faydalar sıralamasında özel emeklilik sistemi ön sıralarda yer almaktadır. Bu durum Türkiye için de farklı değil ve tıpkı özel sağlık sigortasında yaşanan süreç gibi çalışanlarının bağlılığına önem veren şirketlerin Bireysel Emeklilik Sistemi'ni göz ardı etmesi beklenemez. Bu nedenle bireysel pazarda elde edilen başarı grafiği gibi kurumsal pazarda da gelişmenin hızlanmasını beklemekteyiz. Watson Wyatt ve Mercer gibi danışman kuruluşlar tarafından yapılan araştırmalarda da, işveren planlarında bir artış beklentisine işaret edilmektedir. "Grup emeklilik planlarında hak etme kriteri"nin (vesting) yasalaşmasının ardından, bu konuda yapılan düzenlemeler ile uygulama kolaylığı da sağlandı. Daha önce işverenler ile çalışanlar arasında iş hukuku sözleşmesi çerçevesinde dolaylı olarak çözümlenen bu konuda, uygulama kolaylığının başlamasıyla kurumsal pazardaki gelişmelerin ivme kazanacağı görüşündeyiz.

3-) Bir diğer önemli konu ise emeklilik amacıyla kurulmuş olan dernek, vakıf, sandık gibi kurumların Bireysel Emeklilik Sistemi'ne geçişi ile ilgili yönetmeliğin Ağustos ayında yürürlüğe girmesi oldu. Bahsedilen kurumlarda toplanan fonların miktarının yüksekliği düşünüldüğünde;

bu geçişin nasıl ve ne boyutlarda olmasını bekliyorsunuz?

Yeni Sigortacılık Yasası, personel vakıf ve sandıklarının emekliliğe yönelik taahhütlerin oluşturduğu tutarı Bireysel Emeklilik Sistemi'ne veya yıllık gelir sigortalarına aktarımını mümkün kılmakta, ancak zorunlu tutmamaktadır. Bu açıdan aktarımın gerçekleşebilmesi için öncelikle sandık yönetimlerinin aktarım kararı alması gerekmektedir. Ülkemizde 6 binin üzerinde vakıf ve sandık bulunuyor. Ancak bu vakıf ve sandıklar içerisinde, üyelerine emeklilik imkanı sağlayan ve yönetmelik kapsamında BES'e geçme hakkı kazananların sayısı 200 civarında. Bu sandıklarda da yaklaşık 200 bin kişi bulunuyor, biriken fon tutarının ise 5 ile 8 milyar Euro arasında olduğu tahmin ediliyor. Önümüzdeki 4 yılda bu fonların ne kadarının Bireysel Emeklilik Sistemi'ne aktarılacağını tahmin etmek oldukça zor. En kötümser senaryoda yüzde 10 ile 15'i arasında bir tutarın geçeceği öngörülmektedir. Bu tutar da 500 bin ile 1 milyar Euro'ya eş bir büyüklük demektir. Öte yandan son derece iyi planlanmış, etkili çalışan ve şeffaf yapısıyla Bireysel Emeklilik Sistemi, bu vakıflarda bulunan fonların tamamı dahi aktarılsa rahatça hizmet verebilecek durumdadır.

4-) Ülkemizde kurumsal anlamda sermayenin kolektif yatırım araçlarında birikimi konusunda bir milat olan Bireysel Emeklilik Sistemi'nin gelecek 5 yılını nasıl görüyorsunuz? Bu süreçte olması gerektiğini düşündüğünüz insiyatifler nelerdir?

Bireysel Emeklilik Sistemi'nin 10. yılını doldurduğunda (2013) gelir ve yaş grubu olarak uygun gözükken, 8-10 milyon üzerindeki potansiyel katılımcıdan;

- 3 ila 3.5 milyon katılımcının düzenli olarak katkı payı ödemesini,
- 15-20 milyar dolarlık bir fon oluşmasını bekliyoruz.

Sistemin bundan sonraki gelişimi ile ilgili olarak üzerinde durulması gereken

konular ise şu şekilde sıralanabilir;

- Hakediş (vesting) düzenlemesi ile işveren desteğinde kurulan emeklilik planlarının sayısının artması beklenmektedir.

- Vakıf ve özel sandıkların (geçici 20. maddeye tabi sandıklar bu kapsamın dışındadır) doğru değerlendirmelerle, bir bölümünün tamamen veya kısmi olarak Bireysel Emeklilik Sistemi'ne aktarılması beklenmektedir.

Bundan sonraki adımlar için bazı fırsatlar mevcut. Örneğin Hazine yetkililerinin de ülkemizde uygulanması için büyük çaba gösterdiği, ama sistemin başlangıcında başarıya ulaşamadığı, vergi desteği sistemi olan İngiltere'deki "tax-credit" uygulaması. İngiltere'deki bu uygulamada, tasarruflarını emeklilik sisteminde değerlendiren çalışanlar vergi indirim hakkı elde etmekte, ancak vergi indirimimiz biz de uygulandığı gibi tasarruf sahibine ödemenin akabinde iade edilmeyip hükümet vergi iadesini 50 yaşına kadar sistemden çıkarmamak koşuluyla kişinin emeklilik birikimlerine dahil etmektedir.

Bunların dışında sosyal güvenlikle ilintili olarak bir değerlendirme yapacak olursak; sosyal güvenlik konuları sadece Türkiye'nin değil, tüm dünyanın gündeminde ilk sıraları almaktadır. Birleşmiş Milletler dahil birçok uluslararası kuruluş dünya nüfusunun yaşlandığı ve doğurganlığın azaldığı konusunda uyarılmaktadır. Türkiye de, yakın gelecekte yaşlanmadan payını alacak ülkeler arasında yer almaktadır. Nüfusun yaşlanması, tüketimin yavaşlaması, işgücünün azalması ve ekonomik büyümenin duraklaması anlamına gelmektedir. Sosyal güvenlik ve sağlık harcamaları artarken, bu harcamalara vergileriyle kaynak yaratan çalışan nüfus azalmaktadır. Bunlar da emeklilik ve sağlık sistemlerinin önemini bir kez daha ortaya koymaktadır.

Sosyal Güvenlik Reformu'yla Türkiye, şu andaki demografik fırsat penceresinden de yararlanarak, mevcut sistemi rehabilite eden önemli bir adım



atmıştır. Bununla birlikte gelecekte başta politik riskler olmak üzere, bu sistemin yürüebilmesi için daha da ileri bir adım atılarak sistemin yükünün aşamalı olarak azaltılması gerekmektedir. (Spot cümle olabilir)Dünya bunu görerek çok basamaklı sistemlere geçiyor. Türkiye’de ise reform çalışmalarına rağmen, hala zorunlu birinci basamak sistemin asıl yükünü oluşturmaktadır. AB sürecinde kamu ve özel dengesinin iyi kurulduğu, birinci (devlet), ikinci (zorunlu özel BES), üçüncü (BES) ayakların yer aldığı, bireysel ve fonlu takibin olduğu sistemleri seçmeliyiz.

5-) Sizin ekleyeceğiniz konular

5A-)Son 5 yıldır BES fonları ile diğer yatırım araçlarının kıyaslamasını yapabilir misiniz?

Global anlamda bir krizin etkileri altında geçmekte olan 2008 yılı hariç tutulduğunda Türkiye para ve sermaye piyasalarının, son yıllarda oldukça olumlu hareketler sergilediğini görmekteyiz. Emeklilik yatırım fonlarının da bu olumlu ortamdan faydalanarak özellikle 2003 – 2005 yılları arasında yüksek getiriler elde ettiği görülecektir. Hatta yasal mevzuat ile öngörülmuş bazı vergi muafiyetleri sayesinde diğer yatırım araçlarının üzerinde performanslar sergiledikleri de görülmektedir. Fonlar; performansları incelenirken YTL cinsi kıymetlere yatırım yapan fonlar ve döviz cinsi kıymetlere yatırım yapan fonlar olarak iki gruba ayrılarak incelenmelidir.

YTL bazlı fonlarda 2004 ve 2005 yıllarında elde edilen ve Türkiye ekonomisindeki iyileşme ile küresel piyasalardaki likidite bolluğundan kaynakla-

nan yüksek getiri oranlarına 2006 ve 2007 yıllarında ulaşamamıştır. Gerek iç, gerekse dış etkilere bağlı mini krizlerin yaşandığı bu iki senede sektörün hemen hemen tüm fonlarının performanslarında gerilemeler kaydedilmiştir. Sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan emeklilik yatırım fonlarının son 5 yıllık getirileri incelendiğinde, ortalama yüzde 115 oranında getiri sağladıkları görülmektedir. Aynı dönemde Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (KYD) B Tipi Fon Endeksi’nin performansı yüzde 93 olmuştur. Orta ve uzun vadeli kıymetlere yatırım yapan tahvil emeklilik yatırım fonlarında son 5 yıllık ortalama getiri yaklaşık yüzde 174 olurken KYD YTL Bono Endeksi (Tüm) getirisi yüzde 166 olarak gerçekleşmiştir. Emeklilik yatırım fonlarının kuruluş tarihinde yüzde 39 civarında olan gösterge tahvil yıllık bileşik

faizleri bugün itibariyle yüzde 21 yıllık bileşik civarındadır. Dolayısıyla son 5 yıllık periyotta gösterge kıymet faizlerindeki yaklaşık yüzde 100'e varan düşüşe karşın, tahvil emeklilik yatırım fonlarının yüzde 170'e varan getiri ortalaması; bundan sonrası için tahvil emeklilik yatırım fonları ile ilgili daha olumlu düşünmemiz açısından oldukça anlamlıdır. En çok dalgalanmanın yaşandığı hisse senetleri piyasasında yatırım yapan ve portföyünün en az yüzde 80'inin hisse senetlerinden oluşması zorunlu olan hisse senedi emeklilik yatırım fonlarında 5 yıllık getiri ortalaması yüzde 160'lar civarındadır. Bu orana 2008 başından beri yaşanan sert düşüş ortamındaki kayıpların dahil olduğu da düşünülürdüğünde; 5 yılda yaklaşık yüzde 170 oranında artan İMKB-100 endeksi karşısında hisse senedi emeklilik yatırım fonlarının durumu oldukça tatminkar düzeydedir. Yasal anlamda herhangi bir yatırım kısıtı bulunmayan ve dalgalanmalarda en hızlı tepki verebilen esnek fonlarda da 5 yıllık getiri ortalaması yaklaşık yüzde 156 olarak gerçekleşmiştir.

Döviz bazlı fonlarda ise sektör fonlarının genelinde düşük YTL cinsi getiriler elde edilmiştir. Ekonomik düzelme ve gelişmeye bağlı olarak yerel para biriminin güçlenmesi, hükümetin uyguladığı enflasyonla mücadele programı ve global likiditenin yoğun olarak giriş yapması gibi sebeplerin etkisiyle döviz kurlarında düzenli biçimde düşüşler kaydedilmiştir. Döviz bazlı emeklilik yatırım fonlarının değerlendirilmesinde de bu düşen kurların kullanılması neticesinde; portföylerindeki döviz cinsi kıymetlerin değerleri artsa da YTL cinsi fon getiri oranları düşük seviyelerde seyretmektedir. Dövizli fonlarda fonun yatırım yaptığı para birimi cinsinden getirilerin dikkate alınmasının daha anlamlı olduğu bilgisi dahilinde; sektörün genelinde dövizli fonların döviz cinsi getiri oranlarının, bankalarda döviz mevduatlarına uygulanan faizlerden daha yüksek oranlarda oluştuğunu da görmekteyiz. Kamu dış borçlanma araçlarına yatırım yapan emeklilik yatırım

fonlarının 5 yıllık dolar cinsi ortalama getirisi yaklaşık yüzde 80 olmuştur. Daha az riskli portföylerde yeralan ve döviz cinsi kamu borçlanma araçlarına yatırım yapan emeklilik yatırım fonları için bu getirinin yaklaşık yüzde 58 seviyesinde oluştuğunu görmekteyiz. Yüksek risk grubuna dahil olan ve yabancı devlet tahvilleri ile yabancı hisse senetlerine yatırım yapan emeklilik yatırım fonlarının 5 yıllık dolar cinsi getiri ortalaması yaklaşık yüzde 35 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

5B-) Global kriz BES katılımcılarını nasıl etkiledi, böyle bir dönemde insanlar neden BES'e girmeli?

Doğal olarak; yılbaşından bu yana yaşanan gelişmelerden ve ekonomik konjonktürdeki değişikliklerden emeklilik yatırım fonlarının performansları da etkilenmiştir. 2007 yılının son çeyreğindeki olumlu havanın etkisiyle 2008 yılına oldukça yüksek değerlerden başlayan yatırım araçları; giderek olumsuzlaşan görünüm ve beklentilerin etkisiyle düşüşler kaydetmiş, bu da ilgili kıymetlere yatırım yapan fonların negatif getiriler sergilemesine yolaçmıştır. Fonlarda önceden elde edilmiş olan yüksek getirilerin bir kısmı bu düşüşlerle birlikte piyasa değerine göre mevcut fiyatlarla geriye gitmiş gözükmektedir. Sonrasında global piyasalarda yaşanan düzelme ve yurtiçi siyasi tedirginliğin son bulmasıyla toparlanan menkul kıymet piyasaları ve dolayısıyla emeklilik yatırım fonları, yılın ilk 6 ayında sergilediği performansın çok daha fazlasını 1 ayda sergilemiştir.

Bireysel Emeklilik Sistemi'nin uzun vadeli bir tasarruf-yatırım sistemi olduğunu ve emeklilik yatırım fonlarının getirilerinin de uzun vadede sorgulanması gerektiğini bir kez daha hatırlatmakta fayda görmekteyiz. Zira emeklilik yatırım fonları, Bireysel Emeklilik Sistemi'nin uzun vadeli yapısına uygun şekilde yönetilmeye çalışılmakta ve yatırım - getiri - risk analizleri bu doğrultuda yapılmaktadır. Hiçbir zaman piyasaların sürekli yükseliş ya da sürekli düşüş yaşamaya-

cağı varsayımı altında, "düzenli katkı payı yatırma esası"nın varlığı da gözönünde alındığında; düşük fiyatlardan fon satın almak katılımcının ortalama fon maliyetini de aşağı çekecek ve gelecekte elde edilecek getiriye olumlu katkı yapacaktır. Ayrıca kişilerin birikimlerini yönlendirirken çeşitli sebeplerle hata yapma olasılıklarının yüksek, emeklilik portföy yöneticilerinin ise fonları sistemin yapısına uygun şekilde yönettiği için hata yapma olasılıklarının düşük olduğu düşünüldüğünde; Bireysel Emeklilik Sistemi'ne dahil olmanın söz konusu hata olasılığını çok düşük seviyeye indireceği bir gerçektir. Kaldı ki sistem katılımcılarına fon dağılımlarında yılda 6 kere değişiklik yapabilme hakkı verilmiş; bu suretle, bireysel öngörü ve beklentilerinin yatırımlarına yansıtılması mümkün kılınmıştır.



AvivaSA olarak 2009'un hakediş ve vakıf ve sandıkların BES'e devrinin şirketler tarafındaki uygulamalarının tamamlanmasıyla hakediş yılı olacağını tahmin ediyoruz.

1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin kuruluşunun 5. yılına yaklaşıyoruz. Bugünkü geldiğimiz noktayı değerlendir misiniz? AvivaSA olarak koyduğunuz hedeflere ulaşabildiniz mi?

Bireysel Emeklilik Sistemi (BES), 5 yıl önceki öngörüler doğrultusunda büyümesine devam etmektedir. 19 Eylül 2008 tarihli Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM) verilerine göre BES, 1.681.052 katılımcıya ve 5.759.290.513 YTL fon büyüklüğüne ulaşmış durumdadır. BES, her geçen gün, hem katılımcı sayısı hem de fon büyüklüğü anlamında Türkiye ekonomisi içerisindeki ağırlığını artırmaktadır.

AvivaSA 1 Kasım 2007'de faaliyetlerine başlayan, bu anlamda genç bir şirkettir. Halihazırda bireysel emeklilik sektöründe 1.321.219.141 YTL fon büyüklüğü ile lider, 261.460 adet katılımcısıyla üçüncü durumdadır*. AvivaSA'nın öncelikli hedefi liderliğini devam ettirmenin yanı sıra yenilikçi ürün ve hizmetlerle sektördeki ağırlığını artırmaktır.

2. Son dönemde Bireysel Emeklilik Kanunu'nda önemli değişiklikler

oluyor. Uzun zamandır vesting (hak ediş) ile ilgili beklenen yönetmelik yayımlandı. Bu konunun ne şekilde sistemi etkilemesini bekliyorsunuz?

İçinde bulunduğumuz dönemde hak ediş grupların BES'e yönelik ilgisini artırmış görünmektedir. Global ve büyük ölçekli firmalar ağırlıklı olarak çalışanlarına BES yaptırmakta, yerli kurumsallaşmış şirketlerden de talepler gelmektedir.

Hakediş uygulamasının detaylandırıldığı Yeni Bireysel Emeklilik Mevzuatı'nın yayınlanmasıyla birlikte bireysel emeklilik şirketleri bu alandaki çalışmalarını ve uygulamalarını şekillendirmeye başlamıştır. Ancak hakediş 'in sistem içerisinde etkisi henüz ölçümlenmiş değildir. Şirketlerle yapılan görüşmelerden edinilen izlenimler ve hakediş 'i beklediğini belirten kurumlar nedeniyle ileride BES'e katılımın artacağını tahmin ediyoruz.

3. Bir diğer önemli konu ise emeklilik maksadıyla kurulmuş olan dernek, vakıf, sandık gibi kurumların Bireysel Emeklilik Sistemi'ne geçişi ile ilgili yönetmeliğin Ağus-



Meral Ak
Avivasa ???????

tos ayında yürürlüğe girmesi oldu. Bahsedilen kurumlarda toplanan fonların miktarının yüksekliği düşünüldüğünde bu geçişin nasıl ve ne boyutlarda olmasını bekliyorsunuz?

Vakıf ve sandıkların BES'e aktarımı yasası ile Türkiye'de ve yurtdışında aktarım potansiyeli olan gruplarla görüşmeler hızlanmıştır. Mevzuatta net olmayan noktalar araştırılmakta ve bu noktalara yönelik olarak aktüeryal ev ürün çalışmaları ve süreçler üzerinde çalışılmaktadır. Sektörü uzun vadede büyümesi beklenmekle beraber özellikle Türkiye'deki vakıfların yapısı sebebiyle talep oluşturmak konusunda zorluklar yaşanmaktadır. Vakıfların tek yükümlülükleri emeklilik olmadığından diğer yükümlülüklerin tespit ve hesaplamaları zaman alacaktır.

Tahmin edildiği üzere, Yeni Bireysel Emeklilik Mevzuatı'yla vakıf ve sandıkların BES'e devri ve hakediş uygulamasının yasallaşması, kurum katkılı BES sözleşmelerinin toplam sözleşmeler içerisindeki oranını artıracaktır. AvivaSA olarak 2009'un hakediş ve vakıf ve sandıkların BES'e devrinin şirketler tarafından uygulamalarının tamamlanmasıyla hakediş yılı olacağını tahmin ediyoruz.

Halihazırda yeni düzenlemenin kapsamına giren vakıf, sandık ve benzeri kuruluşların adedi, üye sayısı ve aktarıma konu olabilecek fonların boyutu konusunda resmi bir veri mevcut değildir. Ancak çeşitli kaynaklardan derlenen veriler, buradaki potansiyelin tümü ile değerlendirilebilmesi durumunda BES fonlarının mevcut boyutunun birkaç kat artabileceğine işaret etmektedir. Söz konusu olan munzam sandıkların 200-250 adet civarında olduğu, içlerinde 200 ila 300 bin üye olduğu ifade edilmektedir. Bu durumda yasa, yakınları ile birlikte yaklaşık bir milyon kişiyi ilgilendirmektedir. Daha önce yaptığımız çalışmalara göre, vakıf ve sandık-

lardan BES'e aktarılabilecek 7-8 milyar dolar arasında bir birikim olduğunu tahmin ediyoruz.

4. Ülkemizde kurumsal anlamda sermayenin kolektif yatırım araçlarında birikimi konusunda bir milat olan Bireysel Emeklilik Sistemi'nin gelecek 5 yılını nasıl görüyorsunuz? Bu süreçte olması gerektiğini düşündüğünüz inisiyatifler nelerdir?

27 Ekim 2003 tarihinde faaliyetine başlayan Bireysel Emeklilik Sistemi'nde Emeklilik Gözetim Merkezi'nin 19 Eylül 2008 verileri itibarıyla katılımcı sayısı 1,6 milyon; katılımcıların sistemde biriken toplam fon tutarı ise 5,7 milyar YTL'yi geçmiş durumdadır. Bu rakamlar içerisinde AvivaSA ise 1,3 milyar YTL'nin üzerindeki toplam fon tutarı ile lider durumdadır. Bireysel emeklilik sektörünün katılımcı sayısının 10 yıl içinde 4 milyona, fon büyüklüğünün de 20 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.

BES, Türkiye'de henüz beş yaşında olan, gelişme ve büyüme potansiyeli yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından takdir edilen, genç bir sektördür. Ancak beş yıl içinde dahi ulaştığı fon miktarı ve katılımcı sayılarının yüksekliği sisteme duyulan güvenin ve başlangıçta ortaya konan hedeflerin doğruluğunun kanıtıdır. Önümüzdeki dönemlerde de mevcut ilginin katlanarak artacağını ve BES fonlarının ülke ekonomisi için çok daha önemli olacağını düşünüyoruz.



ALİ PERŞEMBE
Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi
Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
Yönetim Kurulu Başkanı Yardımcısı

Kurumsal yatırımcıların, yatırım yaptıkları şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına daha yüksek bir duyarlılık göstermeleri, gerektiğinde eylemci hissedarlar gibi davranıp şirket üzerinde baskı unsuru oluşturmaları, genel kurullara katılmaları ve kurullarda pasif kalmamaları, kurumsal yönetim uygulamaları zayıf olan şirketleri portföylerine dahil etmemek gibi ilkeler geliştirmeleri ve bu rotada hem düzenleyici otorite hem de derecelendirme kuruluşları ile yakın ilişki içinde bulunmaları şirketlerimizin uluslararası vitrinlerde parlamalarına katkıda bulunacaktır.

Kurumsallaşma ve Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumun Önemi

Amerika Birleşik Devletleri başta olmak üzere, gelişmiş ekonomilerde yaşanan şirket skandalları 2001 yılında Enron ve WorldCom ile doruk noktasına ulaşınca pek çok ülke mevcut denetim düzenlemelerinin yetersizliğini ve zayıflığını görerek kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirme sürecine girdi. ABD, Almanya, Rusya ve Japonya'yı takiben 144 ülke kendi hukuksal yapısı ve ekonomik koşullarını göz önüne alarak, kurumsal yönetim alanında ülke kodlarını şekillendirdiler.

Dünya Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve bu iki örgütün özel sektör temsilcilerinin katılımı ile oluşturdukları Global Kurumsal Yönetim Forumu (GCGF) bir araya gelerek; üye ülkelerin kendi hukuksal yapılarını, ekonomik koşullarını ve menkul kıymetler borsalarının kotasyon yükümlülüklerini göz önüne alan kodları hazırlamalarına ön ayak oldu. Bu bağlamda OECD 1999 yılında kurumsal yöne-

tim ilkelerini yayımladı, 2004 yılında da revize etti.

Dünya Bankası, OECD ve GCGF nezdinde bu alanda proaktif bir rol oynayan SPK, Türkiye'nin pilot ülke seçilmesinde etkili oldu. Yukarıda adı geçen kuruluşların çalışmalarını temel alan SPK; İMKB'nin, Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu'nun, bir çok akademisyenin, özel sektör temsilcilerinin, kamu kuruluşları ile çeşitli meslek örgütleri temsilcilerinin görüş ve önerilerini dikkate alarak, 2003 yılında ülke koşullarına göre uyarlanmış Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni yayımladı ve 2005 yılında da revize etti.

Bu bağlamda, ülkemizde de artık şirketlerimizin kurumsal olarak sağlıklı ve sürdürülebilir bir yapıya kavuşmaları için SPK'nın yayımladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri ile ana hatları çizilmiş ve kamuoyu ve şirketlerin en azından bir kılavuz olarak kullanabileceği bir en iyi uygulamalar dizisi ortaya çıkmış oldu. Bu ilkeler dizisi gayet açık ve anlaşılabilir şekilde dört ana başlık altında toplanıyor: Pay Sahipleri ile İliş-

kiler; Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık; Menfaat Sahipleri ile İlişkiler ve son olarak, Yönetim Kurulunun Yapısı ve Çalışma Esasları. Pay Sahipleri ile İlişkiler başlığı altında; pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması, bilgi alma ve inceleme hakkı, genel kurula katılım hakkı, oy hakkı, azınlık hakları, kâr payı hakkı, payların devri ve pay sahiplerine eşit işlem ilkesi gibi alanlar yer alıyor.

Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık başlığı ise; kamuyu aydınlatma araçları ve esasları, şirket ile pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki ilişkilerin kamuya açıklanması, kamunun aydınlatılmasında periyodik mali tablo ve raporlar, bağımsız denetimin işlevi, ticari sır kavramı ve içerden öğrenenlerin ticareti ve kamuya açıklanması gereken önemli olay ve gelişmeler ele alınıyor.

Menfaat Sahipleri denince, pay sahipleri hariç, şirket ile ilişkisi olan çalışanlar, sendika, kamu otoritesi,

sosyal çevre, vs. gibi üçüncü tarafları anlıyoruz. Bu başlıkta; menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası, menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi, şirket malvarlığının korunması, şirketin insan kaynakları politikası, müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler, etik kurallar ve sosyal sorumluluk alanları işleniyor.

Özellikle ülkemiz şirketleri açısından büyük önem arzeden Yönetim Kurulları başlığı ise; yönetim kurulunun temel fonksiyonlarını, yönetim kurulunun faaliyet esasları ile görev ve sorumluluklarını, yönetim kurulunun oluşumu ve seçimini; yönetim kuruluna sağlanan mali hakları, yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayı, yapı ve bağımsızlıklarını ve son olarak yöneticileri içeriyor.

Bu ilkeler kılavuzluğunda şirketlerimizin arzu edilen kurumsallaşma seviyesine ulaşmaları için önümüzde artık inkâr edilemez nedenler var. Bunları; yapısal, dışsal (piyasa), içsel ve yasal nedenler olarak sıralayabiliriz.

Bir yandan, uluslararası piyasalarda yaşanan şirket skandalları ve ülkemizde yakın geçmişte yaşanan acı tecrübeler, diğer yandan şirketlerin içinde faaliyet gösterdikleri amansız rekabet koşulları, artık yönetim kalitelerinin derinlemesine sorgulanması yapısal nedenlerin başında geliyor. Dolayısıyla, "kurumsal yönetim" kavramı artık "olursa iyi olur" kategorisinden çıkıp "olmazsa olmaz" kavramlardan biri haline geldi. Yukarıda ana hatları sıralanan ilkelere uyum artık özellikle yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılar tarafından şiddetle talep edilen bir özellik haline geldi. Pay ve menfaat sahiplerinin bu talebi artarak devam edecek.

Bu trendi göz önüne alan SPK ve İMKB de ülkemizde sermaye piya-

Kurumsallaşma sürecinde yasal yaptırımların da sayısı gittikçe artıyor. SPK ve TTK mevzuatının getirdiği yaptırımlara ek olarak, bugün ülkemizde İMKB'ye kote olan şirketler internet sitelerinde kurumsal yönetim uyum raporlarına yer vermek zorundalar.

salarının gelişimine katkı sağlamak için yayımlanan ilkelere ek teşvikler getirme yönünde adım atıyorlar. Şirketlerin kurumsal yönetim ilkelere uyum seviyelerinin ölçülebilmesi için derecelendirme kuruluşlarına faaliyet izni verilmesi, kurumsal yönetim derecelendirme notu 6'dan yüksek olan şirketlerin İMKB'de oluşturulan ve saygınlık ve marka değeri açısından bir prestij endeksi haline gelen Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilmeleri ve endekse dahil olan şirketlere %50 kotasyon ücreti indirimi sağlanması bu teşviklerin başında geliyor. Dolayısıyla, derecelendirme notu da bir şirketin ilkelere uyumu ve paydaşlarına, ortaklarına, yatırımcılarına, kreditorlerine, düzenleyici kuruluşlara ve diğer menfaat sahiplerine duyarlılığı hakkında etkili iletişim aracı haline geliyor. Bu trend ve teşvikler bağlamında şirketlerimiz de derecelendirme yaptırarak kendi iç kurumsallaşma çabalarını geri dönülmez birer süreç haline getirmek; aldıkları yolu bir derecelendirme notuyla resmileştirmek ve kamuya, paydaşlarına

ve menfaat sahiplerine duyurmak; ve son olarak da kurumsal yönetim derecelendirme notunun sunduğu doğrudan veya dolaylı maddi (İMKB kotasyon ücreti indirimi gibi) ve manevi avantajlardan faydalanma yolunu seçmeye başladılar. Bu geçen süre içinde İMKB'ye kote olan şirketler arasında Anadolu Efes, Asya Katılım Bankası, Dentaş Ambalaj, Doğan Yayın Holding, Hürriyet Gazetecilik, Otokar, Şekerbank, Tofaş, Tüpraş, Türk Traktör, Vestel, Y ve Y GMYO ve İMKB dışından iki faktoring şirketi (Tek Faktoring ve Lider Faktoring) kurumsal yönetim derecelendirme notu aldılar.

Dışsal nedenleri ise piyasa nedenleri olarak ifade edebiliriz. Kurumsal yönetim ilkelerine yüksek düzeyde uyan şirketlerin piyasa tarafından ödüllendirildiği artık soyut değil bilinen bir gerçek. Bu düzeyde şirketler performanslarını, marka ve piyasa değerlerini, kârlılıklarını, hisse başı getirilerini, menfaat sahiplerinin memnuniyetini, sermaye getirilerini, kredi olanaklarını, kamuoyu gözünde saygınlıklarını, kredi derecelendirme notlarını artırırken; sermaye (borçlanma) ve sigorta maliyetlerini ve performans ve hisse senedi fiyatındaki volatilitiyi düşürebiliyorlar. Dolayısıyla, yerli veya yabancı, büyük veya küçük, tüm yatırımcıların ödeyecekleri primden daha etkin faydalanabiliyorlar.

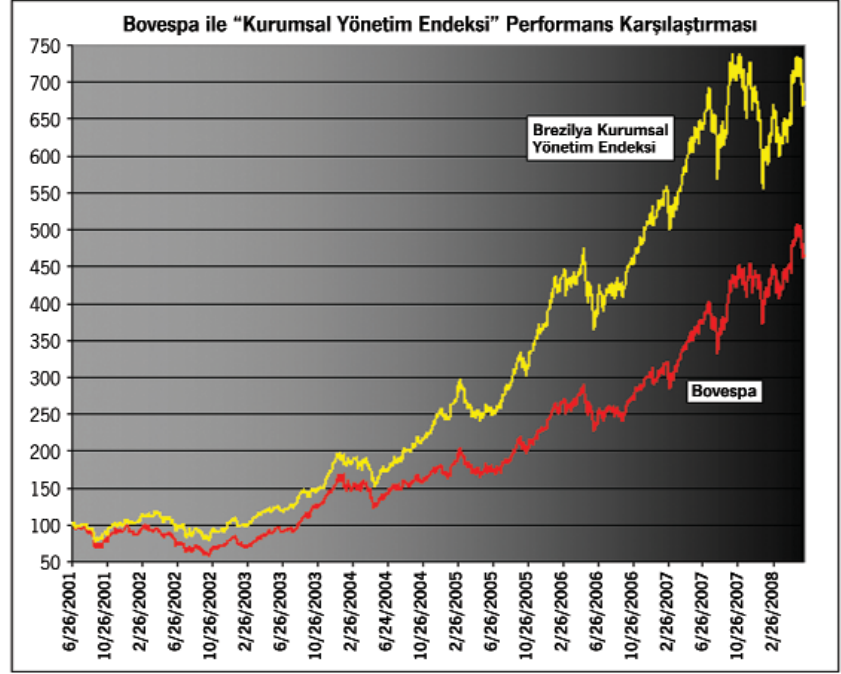
Bu primin en çarpıcı örneğini Brezilya'da görüyoruz. Latin Amerika'nın en büyük ve dünyanın üçüncü büyük borsası olan São Paulo Borsası Kurumsal Yönetim Endeksi uygulamasını 2001 yılında başlattı. 450 şirketin işlem gördüğü borsanın ana endeksi herkesin bildiği "Bovespa". Derecelendirilip, Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girmeye hak kazanmış şirketlerin sayısı ise 180'i geçti. 2008 yılında yabancı yatırımcılar tarafından yapılan net

alımlar 10 milyar doları buldu. Bu ilginin hemen hemen tamamı Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan şirketler üzerinde yoğunlaşıyor. Genel "Bovespa Endeksi" ile "Kurumsal Yönetim Endeksi"nin son yedi yıllık performansını karşılaştırdığımızda elimize son derece çarpıcı bir grafik geçiyor. (yanda)

İki endeks arasındaki performans farkı, kurumsal yönetim ilkelerine uyumun ve bu düzeyin tescillenmesinin yabancı yatırımcılar gözünde taşıdığı önemi açık bir şekilde gösteriyor. Bu farkı diğer borsalarda rahalıkla müşahede edebiliyoruz. Zaten IFC de (International Finance Corporation) "kurumsal yönetim ilkelerine uyan şirketlerin sadece başlarının belâya girmemesiyle, sadece daha ucuz borçlanmakla, sadece rakiplerinden daha iyi performans göstermekle kalmayıp, aynı zamanda çok daha büyük yatırım primlerini cezbettiklerini" doğruluyor. Araştırma şirketi McKinsey, bu prim miktarının Asya ve Latin Amerika'da %22, Doğu Avrupa ve Afrika'da %30'lara kadar çıktığını önümüze istatistiklerle sunuyor.

Kurumsallaşma sürecinde yasal yaptırımların da sayısı gittikçe artıyor. SPK ve TTK mevzuatının getirdiği yaptırımlara ek olarak, bugün ülkemizde İMKB'ye kote olan şirketler internet sitelerinde kurumsal yönetim uyum raporlarına yer vermek zorundalar. Bu şirketler aynı zamanda bir "pay sahipleriyle ilişkiler" birimi kurmak ve bu birimde belirli SPK lisanslarını haiz personel istihdam etmek zorundalar. Yine, "kurumsal yatırımcıların" organizasyonlarında bağımsız üye bulundurmalarının zorunlu hale getirilmesi düzenlemelerde yeni öngörüler olarak yer almaktadır.

Kurumsallaşma sürecinde içsel nedenler olarak da şirket içi yönetim uygulamalarını sayabiliriz. İyi yönetim; şirket içi duyarlılığı artırarak



risklerin yönetilmesindeki sorumlulukları açıkça belirler, icracı olmayan yöneticiler, üst yönetim ve diğer çalışanların şirketin risk profili ve kurumsal yönetim uygulamalarını daha iyi idrak etmelerini sağlar, karar mekanizmasını etkinleştirir, üst yönetimde daha kuvvetli fikir birliği oluşturur, daha yüksek sorumluluk anlayışı tahsis eder ve stratejik hedefleri tutturma yeteneğini artırır. Öte yandan, kurumsal yönetim ilkelerine uyum, yönetim kurulunun: işinin ehli olduğunu, şirketi iyi ve etkin örgütlediğini, tüm yasa ve düzenlemelere uyduğunu, şirketi paydaşların menfaatlerini en üst düzeyde gözeterek yönettiğini, menfaat sahipleriyle ilgili her türlü bilgiyi açıklama sorumluluğunu yerine getirdiğini, iş, faaliyet, çevre ve sosyal alanlarda riskleri iyi analiz ettiğini, bu riskleri iyi yönetmek için sağlam ve etkili politikalar geliştirip, uygulayıp, izleyip, kamuya açıkladığını, pay ve menfaat sahiplerinin beklentilerinin iyi yönetildiğini ve sektörel, ulusal ve uluslararası standartlara uyulduğunu göstererek

rek güven tahsis eder.

Kısacası, iyi Kurumsal Yönetim, bir şirketin varlıklarını azami seviyeye yasal yollardan çıkartırken bu varlıkların adil bir şekilde dağıtımını amaçlar. Bu yolda, elbette kurumsal yatırımcılara büyük görev düşmektedir. Kurumsal yatırımcıların, yatırım yaptıkları şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına daha yüksek bir duyarlılık göstermeleri, gerektiğinde eylemci hissedarlar gibi davranıp şirket üzerinde baskı unsuru oluşturmaları, genel kurullara katılmaları ve kurullarda pasif kalmamaları, kurumsal yönetim uygulamaları zayıf olan şirketleri portföylerine dahil etmemek gibi ilkeler geliştirmeleri ve bu rotada hem düzenleyici otorite hem de derecelendirme kuruluşları ile yakın ilişki içinde bulunmaları şirketlerimizin uluslararası vitrinlerde parlamalarına katkıda bulunacaktır.

Ali Perşembe

apersembe@saharating.com

persembe@persembe.com



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

European Fund Classification Forum (EFCF)

EFCF'in yeni sınıflandırma sistemini yaratabilmesi ve bu hedefe yönelik çalışmalarında güvenilirliğini sağlayabilmesi üç ana ilke içerisinde değerlendirilmektedir. Bağımsızlık, Şeffaflık ve Yatırımcı haklarının korunması...

EFCF'in amacı, fonların kendi aralarında anlamlı bir kıyaslama yapılmasını mümkün kılmak ve yatırım stratejilerine göre fonları sınıflandırmaktır. Bu anlamda fon kategorileri, fon endüstrisini tasnif etmek ve yatırımcılara yardım ederek doğru karar vermelerini sağlamak amacıyla son derece kritik bir öneme sahiptir. Bu sebeple, düzenleyici otoriteler ve sivil toplum kuruluşları üye ülkelerde söz konusu insiyatifi desteklemektedirler.

Bugünkü mevcut durum, fonların derecelendirme şirketleri tarafından farklı şekil ve gruplarda sınıflandırılmasını değerlendiremeyen yatırımcılar açısından karışıklık yaratmaktadır. Bu maksatla EFCF, Avrupa Birliği (AB) üye ülkeleri içerisinde tutarsız fon kategorilerinin yatırımcıları yanlış yönlendirmemesi amacıyla sınır ötesi fonlarda sınıflandırma işlemlerini harmonize etmeyi görev edinmiştir. Bu bünye içerisinde çalışma grubu, sınır ötesi faaliyet gösteren Avrupa'nın en

büyük 17 fon yönetim şirketi, veri sağlayıcı firmalar, derecelendirme kuruluşları ve bazı EFAMA üyesi olan ulusal birliklerin katılımından oluşmaktadır. EFCF'in yeni sınıflandırma sistemini yaratabilmesi ve bu hedefe yönelik çalışmalarında güvenilirliğini sağlayabilmesi üç ana ilke içerisinde değerlendirilmektedir. Bağımsızlık, Şeffaflık ve Yatırımcı haklarının korunması...

Sınıflandırmanın başlamasıyla birlikte daha şeffaf, doğru ve rekabetçi bir fon endüstrisine ulaşma yolunda adım atılmıştır. Uygulamada geniş bir katılım grubu sağlamak amacıyla Lipper ve Morningstar gibi fon derecelendirme kuruluşlarının da fonların karşılaştırılması esasında, oluşturulan sınıflandırma sistemini kendi sistemlerine uyarlaması gerekmektedir. Fon endüstrisinde yeni gelişmeler olduğu durumlarda sınıflandırma sistemi EFCF tarafından tekrar gözden geçirilerek düzenlenecektir.

Sınıflandırma Yöneticisi

Yönetici, fon portföy kompozisyonları ile ilgili bilgileri, portföy yönetimi şirketinden veya ulusal derneklerden elde etmekte, sektörde bulunan tüm muhataplarıyla fonların kategorilere göre sınıflandırması hakkında iletişim kurmayı kabul etmektedir. Yönetici'nin esas amacı, gelen verilere göre fonları kategorilerine göre sınıflandırmak ve onay verilmesinden sonra fonların sınıflandırmasını gözlemlemektir.

EFCF Komitesi

Sınıflandırmanın doğru uygulandığının yürütülmesinden Komite sorumludur. Ayrıca Komite ek olarak, bir kategori içerisinde bulunan fonun, tanımla uyum sağladığını gözlemlemek, piyasa gelişmeleri ve sınıflandırma kalemleri ile ilgili olarak sistem içerisinde değişiklikleri değerlendirmek ve fonların birleşmesi, dönüşmesi veya kategori değiştirmesi durumunda sürekliliği sağlamak ile sorumludur. Ko-

mite, EFCF üye şirketlerden, önemli veri sağlayıcılarından ve EFAMA temsilcilerinden oluşmaktadır.

Sınıflandırmaya Genel Bakış

Her fon, yatırım yaptığı varlık grubuna göre dört kategoriye ayrılmaktadır:

■ **Hisse Senedi (Equity):** En az %85 oranında hisse senedi taşıyan fonlar.

■ **Tahvil ve Bono (Bond):** Hisse senedi yatırımı olmayan asgari %90 oranında sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan fonlar.

■ **Para Piyasaları (Money Market):** Yatırım imkanlarına (yatırım yapılabilir para piyasası enstrümanlarından devredilebilir menkul kıymetlere) ve sürelerine (60 günden 1 yıla kadar ortalama vadelerine kadar) göre çeşitlenen fonlar.

■ **Karma (Mixed):** Hisse senedi, tahvil ve bono ile nakde yatırım yapan fonlar.

Söz konusu fonların alanı 9 ana segmente ayrılmıştır.

Yapısal Karakteristik (Structural Characteristics) segmenti içerisinde, fon sepeti, ETF ve kaldıraçlı fonlar gibi karakteristiğe sahip fonlar akla gelmektedir. Fon portföyünün %110 oranının üzerinde pozisyon taşınması durumunda kaldıraç söz konusudur.

Potansiyel birçok fon kategorisinden fazlalığından kurtulmak ve kesin olarak özelliklerini belirlerken zorlukların üstesinden gelmek amacıyla Sınıflandırma Yöneticisi (Classification Administrator) bahsedilen karakteristikleri belirlemektedir.

Söz konusu dört geniş kategoriye ek olarak EFCF, belirli bir varlık sınıfına uygun yönetilmeyen fon türlerini de sınıflandırmaktadır.

■ **Mutlak Getiri (Absolute Return):** Fon portföyü, piyasa hareketlerinin yönüne bakılmaksızın pozitif getiri amacıyla yönetilen fonlar.

■ **Toplam Getiri (Total Return):** Bir yıldan uzun bir sürede karşılaştırma ölçütüne göre toplam getiriyi maksimize etmeyi amaçlayan fonlar.

■ **Konvertibl (Convertibles):** Azami %30'u oranında hisse senedine dönüştürülebilir olmak üzere fon portföyünün asgari %70'i konvertibl menkul kıymetlere yatırım yapan fonlar.

■ **Açık uçlu gayrimenkul (Open-ended real estate):**

Söz konusu fonlar, belirli bir düzenleyici tarafından ulusal seviyede düzenlenmektedir. Bu fonlar, her an yatırımcının talebi durumunda nakde dönebilmekte, doğrudan veya dolaylı gayrimenkul şirketlerine, bu şirket-

lerin senetlerine veya diğer bu tür fonların paylarına yatırım yapabilmekte ve risk çeşitlendirmesi, net aktif değer hesaplaması ve alım-satım kuralları açısından diğer fonlar ile uyumlu olabilmektedir.

■ **Kapılı uçlu gayrimenkul (Closed-ended real estate):**

Belirli bir düzenleyici tarafından ulusal seviyede düzenlenmesi gerekmeyen bu fonlar, sabit sayıda mevcut sermayesi bulunmakta, doğrudan veya dolaylı gayrimenkul şirketlerine yatırım yapmaktadır.

■ **Gayrimenkul yatırım ortaklığı (Real Estate Investment Trust):**

Belirli bir düzenleyici tarafından ulusal seviyede düzenlenen bu şirketler, doğrudan veya dolaylı gayrimenkul almak, satmak ve yönetmeyi amaçlamakta, özel bir vergi statüsü bulunmaktadır.

■ **Anapara korumalı (Protected):** Piyasalardaki dalgalanmalardan korunmaya yönelik düzenlenen fonlar.

■ **Anapara garantili (Guaranteed):** Resmi ve yasal olarak anaparası garantiye bağlanan fonlar.

■ **Hayat devri/Vade hedefi (Lifecycle/Target Maturity):**

Fon portföyü, varlık dağılımında savunmacı bir yaklaşımla, hedeflenen

Varlık Sınıf Seviyesi				
Sınıflandırma Kriteri	Hisse	Tahvil ve Bono	Para Piyasası	Karma
Ülke ve Bölge	x			x
Sektör	x			
Piyasa Değeri	x			
Döviz Kuru Pozisyonu		x	x	x
Kredi Kalitesi		x	x	
Faiz Oranı Pozisyonu		x	x	
Gelişmekte Piyasa Pozisyonu		x	x	
Varlık Dağılımı				x
Yapısal Karakteristik	x	x	x	x

bir tarihe yaklaştıkça önemli para çekilişleri dikkate alınarak yönetilmektedir.

Varlığa dayalı menkul kıymet (Asset-backed securities):

Fon varlıkları, asgari %80 oranında kredilere, karşılıklara, ödünç işlemlerine ve kredi kartı borçlarına dayanarak oluşturulan finansal menkul değerlere yatırım yapılmaktadır.

Emtia (Commodities): Fon, emtialara ve bunlara dayalı türev ürünlerine yatırım yapmaktadır.

Hisse Senedi Fon Kategorisi

Asgari %85 oranında hisse senedine yatırım yapan fonlar.

Hisse senedi fonları üç farklı kritere göre farklılaşmaktadır. Ayrıca, ek olarak her fon, bir veya birkaç yapısal karakteristiğe (sosyal sorumluluk, fon sepetleri, ETF, endeks, kapalı uçlu serbest ve kaldıraçlı fonlar) göre de ayrılmaktadır.

■ **Ülke veya Bölgelerine göre (Country/Region):** Asgari %80 oranında bir ülke veya bölgede kurulan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan fonlar. Şirketin kurulduğu yer, kote altına alındığı ve ülke/bölgede operasyonlarının kabul edildiği yere dayanmaktadır.

■ **Sektörlerine göre (Sector):** Asgari %80 oranında belirli bir sektörde bulunan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan fonlar. Başlıca ana sektörler; enerji, metal, sanayi, gıda, hizmet, sağlık, finans, bilgi teknolojileri, telekomünikasyon ve kamu hizmetleri.

■ **Piyasa Değerlerine göre (Market Cap):** Söz konusu kriter, çoğunlukla düşük piyasa değerine (Amerika için 4 milyar USD, Avrupa bölgesi için 3 milyar Euro) yatırım yapan hisse senedi fonları için kullanılmaktadır. Ek olarak, orta ve büyük piyasa değeri-

ne göre de fonlar sıralanmaktadır. (Small, medium, large market cap)

Tahvil ve Bono Kategorileri

Asgari %90 oranında tahvil ve bonoya yatırım yapan fonlar. Nakit ve diğer varlıkların oranı toplam olarak %10'nu aşmamaktadır. Konvertibl menkul kıymetler %20 oranında yer alırken, hisse senetlerine yatırım yapılmamaktadır. Aynı limitler, varlığa veya ipoteye dayalı menkul kıymetler için de uygulanır.

Tahvil ve Bono Fonları, dört sınıflandırma kriterinde farklılaşmaktadır. Ayrıca, ek olarak farklı yapısal karakteristiklere (sosyal sorumluluk, fon sepetleri, ETF, endeks, kapalı uçlu serbest, ve kaldıraçlı fonlar) göre de fonlar ayrılmaktadır.

■ **Döviz kuru pozisyonuna göre (Currency exposure):**

Asgari %70 oranında döviz kuru riskini korumaksızın portföyünün asgari %90 oranında tek bir döviz kuruna dayalı borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar. Global tahvil ve bono fonları, asgari %70 oranında hakim olan döviz kuruna yatırım yaparken, farklı döviz kurlarına dayalı borçlanma araçlarını da tercih edebilmektedir.

■ **Gelişmekte olan piyasa pozisyonuna göre (Emerging Market Exposure):**

Asgari %60 oranında portföyünü, yatırım yapılabilir olan ve olmayan gelişmekte olan piyasalarda bulunan borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlar. Gelişmekte olan piyasa alanı, ihracın döviz kurundan ziyade tahvil ve bono ihracıcısının ikamet ettiği ülkeye dayanmaktadır.

■ **Kredi kalitesine göre (Credit Quality):** Yatırım yapılabilir olan ve olmayan diye ayrılmaktadır.

■ **Faiz oranı pozisyonuna göre (In-**

terest Rate Exposure): Portföyünde bulunan borçlanma araçlarının ortalama vade veya sürelerine göre fonlar kısa, karma ve uzun vadeli olarak ayrılmaktadır.

Kredi kalitesine göre yatırım yapılabilir olan fon portföyleri, ağırlıklı olarak yatırım yapılabilir menkul kıymetlerden oluşmakta, %10'u gelişmekte olan ülke olmak üzere azami %30'u oranında yatırım yapılabilir olmayan menkul kıymetlere de yatırım yapılmaktadır. Ayrıca, gelişmekte olan piyasaya tahvil ve bonolarında alınan pozisyonların toplamı, fon portföyünün %30'unu aşmamaktadır.

Yatırım yapılabilir olan fonlar segmenti, ülke ve şirket tahvillerinin seviyesine göre üç farklı bölüme ayrılmaktadır:

■ **Ülke tahvillerine göre (Government Bond):** Asgari %80 oranında ülke tahvillerine yatırım yapılmaktadır.

■ **Şirketlere göre (Corporate):** Asgari %70 oranında şirket tahvillerine yatırım yapılmaktadır.

■ **Toplama göre (Aggregate):** Azami %70 oranında şirket tahvillerine yatırım yapılmaktadır.

Kredi kalitesine göre yatırım yapılabilir olmayan fonlar ise, fon portföyünün asgari %30'u oranında yatırım yapılabilir olmayan menkul kıymetlere yatırım yapılmaktadır. Ayrıca, gelişmekte olan piyasa tahvil ve bonolarında alınan pozisyonların toplamı, fon portföyünün %30'unu aşmamaktadır.

Yatırım yapılabilir olmayan fonlar segmenti, yüksek getiri seviyesine göre iki farklı segmente ayrılmaktadır:

■ **Yüksek getirili (High Yield):** Asgari %70 oranında yüksek getirili yatırım yapılabilir olmayan menkul kıymetlere yatırım yapılmaktadır.

■ **Karma yüksek getirili (Mixed High Yield):** Azami %70 oranında yüksek

getirili yatırım yapılabilir olmayan menkul kıymetlere yatırım yapılmaktadır.

Para Piyasası Fonları

EFCF, yatırım politikalarında belirli kısıtlamalara göre para piyasası fonlarını üç kategoriye ayırmaktadır:

- **Kısa vade (Short Term):** 60 günlük ortalama vade
- **Düzenli (Regular):** 6 aya kadar ortalama vade
- **Artan (Enhanced):** 1 yıla kadar ortalama vade

Fon kurucularının takdiriyle, para piyasası fonlarının yapısal karakteristiği; yatırımlarının süresi boyunca birikmiş faiz eklenerek doğrusal yöntem ile değerlendirilerek, net varlık değerini başabaşa sabit tutarak ve yüksek derecede değerlendirilen para piyasası enstrümanlarına yatırım yaparak sınıflandırılmaktadır.

Karma Fon Kategorileri

Karma fonlar, üç sınıflandırma kriterine göre farklılaşmaktadır.

- **Döviz kuru pozisyonuna göre (Currency):** Asgari %70 oranında belirtilen döviz kurunda pozisyon alınmaktadır.
- **Ülke veya bölge pozisyonuna göre (Country/Region):** Asgari %80 oranında belirtilen ülke veya bölgede pozisyon alınmaktadır.
- **Varlık dağılımına göre (Asset Allocation):** Hisse senedi pozisyonuna göre bu segment dört alt kategoriye ayrılmaktadır.
- **Savunmacı (Defensive):** Azami %35 hisse senedi pozisyonu
- **Dengeli (Balanced):** %35 ila %65 arasında hisse senedi pozisyonu
- **Dinamik (Dynamic):** %65 ten fazla hisse senedi pozisyonu
- **Esnek (Flexible):** Belirli bir süre içerisinde %100 oranında hisse se-

nedi pozisyonu

Ayrıca, ek olarak her fon, bir veya birkaç yapısal karakteristiğe (sosyal sorumluluk, fon sepetleri, ETF, endeks, kapalı uçlu, serbest ve kaldıraçlı fonlar) göre de ayrılmaktadır.

Sınıflandırma Süreci

Bu süreç dört aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada fon servis sağlayıcıları fon portföylerinde bulunan varlıklar ile ilgili verileri, onları işlemek ve doğruluğunu onaylamak üzere Sınıflandırma Yöneticisine göndermektedir. Ayrıca, aynı zamanda servis sağlayıcı fonun hangi kategoride sınıflandırılması gerektiği konusunda görüşünü de bildirmektedir. Sonuçlar, beklentiler ile kontrol edilerek, aykırı olması durumunda karşılıklı görüş alışverişinde bulunulmaktadır.

■ **Veri Toplama:** Fon servis sağlayıcılarından belirli bir taslak içerisinde elde edilen veriler, Sınıflandırma Yöneticisine üçer aylık dönemlerde gönderilmektedir.

■ **Veri İşleme:** Onay sürecinden geçen veriler hem tarihsel olarak hem de diğer servis sağlayıcıları ve yabancı kaynaklar ile tutarlılığı kontrol edilerek sisteme işlenmektedir.

■ **Fon Sınıflandırma:** Veriler işlenip onaylandığında sistem, fonun sınıflandıracağı kategoriyi belirlemektedir. Diğer fonlar yalnızca sabit getirili menkul kıymetler için süre ve hisse senetleri için piyasa değeri gibi belirli bir fon kategorisinde düşünülürken, menkul kıymet çeşidi ve bölgesel pozisyonlar gibi parametreler, tüm fon kategorileri için kullanılmaktadır.

■ **Onaylama:** Son süreçte sonuçlar, fon servis sağlayıcılarından gelenler ile Sınıflandırma Yöneticisi'nin kabul ettikleri arasında kontrol edilir. Eğer durum otomatik olarak onaylanmazsa, yeni bir çözüm yolu bulunur. Oluşacak farkların geçici veya yapısal bir karakter olup olmadığı belirlenir. Eğer her şart altında bir mutabakat sağlanmazsa, o zaman durum EFCF

Komitesi'ne iletilir. Sınıflandırma onaylandığı durumda, sonuçlar ilan edilir.

Değerlendirme

Yeni sistem ile AB içerisinde tek bir pazar yaklaşımı altında fonların sınıflandırmasında standart ve tutarlı bir insiyatif, EFAMA'nın da desteği ile geliştirilmiştir. Bu şekilde yatırımcılar, benzer kategoride bulunan fonları risk ve getiri dengesi içerisinde karşılaştırma fırsatı bularak, yatırım yaparken doğru ve isabetli tercihler yapacaktır. Söz konusu sınıflandırma sisteminin ülkemiz fon endüstrisine de uyarlanması gereklidir. (Spot cümle bu olabilir) Emeklilik fonları, bu düzenlemelere uyumlu olarak geliştirilmiş, doğru bir yasal altyapıya ulaşmıştır. Fakat yatırım fonları açısından A ve B tipi ayırımına artık gerek bulunmamaktadır. Dolayısıyla yatırım fonu endüstrimizin uluslararası uygulamalara paralel olarak fonların sınıflandırılması konusunda gelişme kaydetmesi gerekmektedir. Bu maksatla, TKYD içerisinde bulunan Sınıflandırma Komitesi, gereken çalışmalarını tamamlamış ve bu konudaki raporunu Sermaye Piyasası Kurulu'na sunmuştur. Önümüzdeki dönemde aynı AB üye ülkelerinde olduğu gibi ülkemizde de yatırım fonlarının sınıflandırılması konusunda adım atılması beklenmektedir.

UCITS Pazarında Trendler

Net satışlar

UCITS fonlarında 2008 yılının ilk çeyreğinde 42 milyar Euro, ikinci çeyreğinde ise 59 milyar Euro net çıkış yaşanmıştır. Böylelikle ilk yarıda toplam net çıkışlar, 101 milyar Euro seviyesine ulaşmıştır. İlk çeyrekte 82 milyar Euro net giriş yaşanan para piyasası fonlarında ikinci çeyrekte, 18 milyar Euro net çıkış gerçekleşmiştir. Diğer taraftan Bono ve Hisse Senedi fonlarında net çıkışlar birinci çeyreğe göre, ikinci çeyrekte yavaşlamıştır. Dengeli fonlarda ise bir değişiklik olmamıştır.

2008 yılının ilk yarısında yaşanan net çıkışların büyük kısmı Hisse Senedi, Bono ve Dengeli fonlarda sırasıyla 92, 62 ve 11 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan ilk çeyrekteki yüksek net girişin etkisiyle ikinci çeyrekte çıkış olmasına rağmen para piyasası fonlarında yılın ilk yarısında, toplamda 64 milyar Euro net giriş yaşanmıştır.

Toplam UCITS fonlarının %30'nun kurulu olduğu Lüksemburg'ta, yılın ilk yarısında toplamda 6 milyar Euro net

Net Satışlar			(milyar Euro)
UCITS fonları	Q1	Q2	H1
Hisse Senedi	-76	-16	-92
Dengeli	-12	1	-11
Bono	-38	-24	-62
Para Piyasası	82	-18	64
Diğer	2	-2	0
Toplam	-42	-59	-101

giriş yaşanırken, en fazla net çıkışlar İtalya, İspanya ve Fransa'da sırasıyla 40, 30, 20 milyar Euro seviyesinde gerçekleşmiştir.

Kategorilerine göre UCITS varlıklarının Dağılımı

2008 yılının ilk yarısında hisse senedi fonları, %20.7 ile en çok değer kaybeden kategori olmuştur. Bu dönemde söz konusu fonların net aktif değeri 455 milyar Euro azalmıştır. Hisse senedi fonlarını, bono ve dengeli fonlar takip etmiş, net varlık değerleri sırasıyla %11 ve %9.7 oranında gerilemiş-

tir. Öte yandan para piyasaları fonlarının varlıkları, ilk yarıyılıda %11.5 artmıştır.

Fon kategorilerinin son 3.5 yıllık trendine bakıldığında, 2007 yılı sonuna kadar istikrarlı şekilde yükselen hisse senetleri fonları, 2008 yılında piyasaların aşağı yönlü trendinden ciddi şekilde olumsuz etkilenmiştir. Benzer trend değişikliği daha az oranlarda Bono ve Dengeli fonlarda yaşanmıştır. Para piyasası fonları ise aksine büyüme trendine devam etmiştir.

Breakdown of UCITS Asset by Category ⁽¹⁾

UCITS types	30/06/2008		Change wrt to 31/03/2008		Change wrt to 31/12/2007	
	EUR bn	Share	in % ⁽²⁾	in EUR bn	% chg ⁽³⁾	in EUR bn
Equity	1,745	35%	-3.0%	-55	-20.7%	-455
Balanced	771	16%	-1.9%	-15	-9.7%	-83
Total Equity & Balanced	2,516	51%	-2.7%	-70	-17.6%	-537
Bond	1,066	22%	-3.8%	-42	-11.0%	-132
Money Market	1,015	21%	-0.7%	-7	11.5%	105
Funds of funds ⁽⁴⁾	81	2%	4.6%	4	-19.0%	-19
Other	240	5%	-0.8%	-2	-4.8%	-12
All Funds	4,918	100%	-2.3%	-117	-10.8%	-596
including Ireland	5,584		-1.3%	-75	-9.4%	-576

(1) Excluding Ireland for which no data breakdown is available.

(2) End of June 2008 compared to end March 2008.

(2) End of June 2008 compared to end 2007.

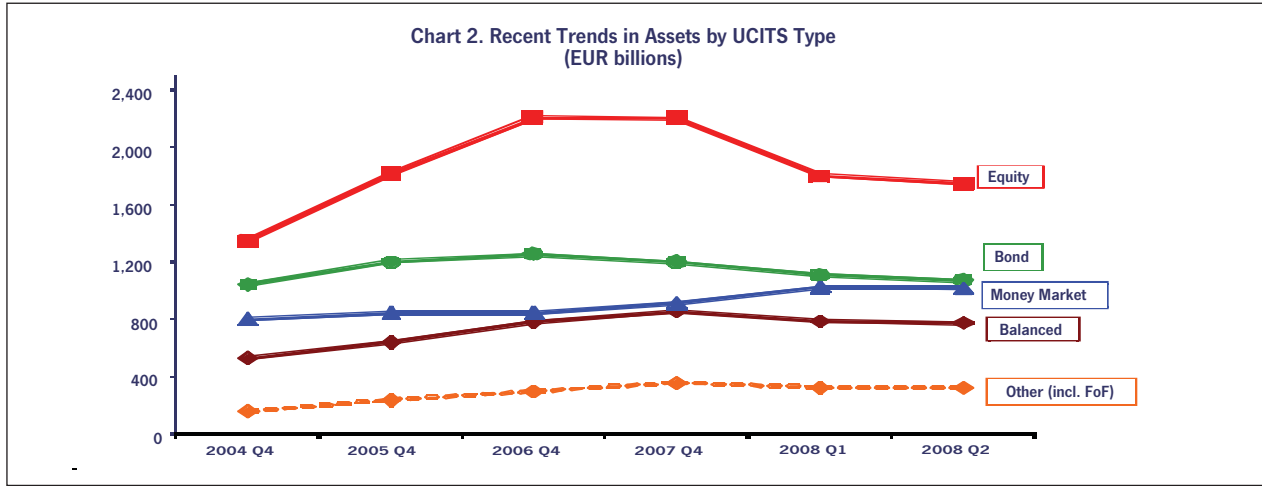
(4) Except funds of funds domiciled in France, Luxembourg and Italy which are included in the other types of funds.

Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

2008 yılının ilk yarısında UCITS fonlarının varlıkları %9.4 oranında azalırken, 6,160 milyar Euro dan 5,584

milyon Euro ya gerilemiştir. Hisse senedi piyasalarındaki yüksek kayıplar, net aktif değerlerindeki azalmanın ana kaynağı olmuştur. Diğer taraftan non-UCITS fonlar aynı dönemde %3 küçülerek , 1,749 milyar

Euro seviyesinden, 1,696 milyar Euro seviyesine gerilemiştir. Gayrimenkul fonları varlıkları değişmezken küçülmeler, Almanya'nın özel fonlarında ve Lüksemburg ta kurulan sofistike fonlarda gerçekleşmiştir.



Net Assets of the European Investment Fund Industry

Members	30/06/2008		31/03/2008		31/12/2007	
	EUR m	Share	EUR m	% chg ⁽¹⁾	EUR m	% chg ⁽²⁾
Austria	148,864	2.0%	153,180	-2.8%	165,584	-10.1%
Belgium ⁽³⁾	116,389	1.6%	116,389	--	126,536	--
Bulgaria	300	0.0%	328	-8.5%	436	-31.1%
Czech Republic	6,579	0.1%	6,292	4.6%	6,471	1.7%
Denmark	122,291	1.7%	124,304	-1.6%	131,424	-6.9%
Finland	55,877	0.8%	58,588	-4.6%	66,000	-15.3%
France	1,405,800	19.3%	1,443,900	-2.6%	1,508,300	-6.8%
Germany	982,947	13.5%	989,515	-0.7%	1,041,869	-5.7%
Greece	18,598	0.3%	20,117	-7.6%	22,912	-18.8%
Hungary	12,788	0.2%	12,123	5.5%	12,590	1.6%
Ireland ⁽⁴⁾	826,135	11.3%	773,982	6.7%	805,989	2.5%
Italy	300,103	4.1%	323,368	-7.2%	357,947	-16.2%
Liechtenstein	20,162	0.3%	18,616	8.3%	20,399	-1.2%
Luxembourg	1,902,092	26.1%	1,895,445	0.4%	2,059,395	-7.6%
Netherlands	78,455	1.1%	83,559	-6.1%	90,951	-13.7%
Norway	46,380	0.6%	45,829	1.2%	50,599	-8.3%
Poland	28,524	0.4%	30,475	-6.4%	37,558	-24.1%
Portugal	31,288	0.4%	33,028	-5.3%	36,212	-13.6%
Romania	2,983	0.0%	2,963	0.7%	3,517	-15.2%
Slovakia	4,575	0.1%	4,160	10.0%	3,969	15.3%
Slovenia	3,134	0.0%	3,358	-6.7%	4,148	-24.5%
Spain	239,973	3.3%	260,206	-7.8%	278,796	-13.9%
Sweden	117,469	1.6%	123,135	-4.6%	139,380	-15.7%
Switzerland ⁽³⁾	157,962	2.2%	161,153	--	168,895	--
Turkey	15,051	0.2%	15,071	-0.1%	18,108	-16.9%
United Kingdom	635,437	8.7%	644,706	-1.4%	751,346	-15.4%
All Funds	7,280,157	100.0%	7,343,792	-0.9%	7,909,330	-8.0%
UCITS	5,583,687	76.7%	5,658,687	-1.3%	6,160,328	-9.4%
Non-UCITS	1,696,469	30.4%	1,685,104	0.7%	1,749,002	-3.0%

(1) End June compared to March 2008; (2) end June 2008 compared to end 2007; (3) data as of end March 2008; (4) data as of end May 2008.



Barbaros İnceci
Sabancı Holding
Ekonomist

Dünya Ekonomisinde Yeni Bir Döneme Girerken

Bugün global finans piyasalarında yaşanan kriz bir dönem biterken yeni bir döneminin başladığını işaret etmektedir. Arka planında son 25 yılda gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler arasındaki ortaya çıkan rekabet gücü sorunu yatmaktadır. Bu dönem gelişmekte olan ekonomilerin dünya üretim ve ticaretinden aldıkları payın ve büyümeye yaptıkları katkının hızla arttığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde gelişmekte olan ekonomiler, özellikle Asya'dakiler sahip oldukları işgücü fazlasını daha rahat erişmeye başladıkları gelişmiş teknoloji ile birleştirmişler ve bu yolla birçok imalat sanayi alanında, hatta zaman içinde belirli hizmet alanlarında gelişmiş ekonomiler karşısında rekabet üstünlüğü sağlamışlardır. Bu dönem aynı zamanda global ölçekte arzın talepten daha hızlı artmaya başladığı ve bilgi teknolojilerinde yaşanan hızlı ilerlemenin sektörlerde ciddi boyutlarda verimlilik artışına neden olduğu bir dönem olmuştur. Bu gelişmeler enflasyonun dünya genelinde düşmesine ve büyüme üzerinde tehdit olmaktan çıkmasına neden olurken, onun yerini deflasyon tehdidi almıştır. Gelişmiş ekonomilerin gelişmekte olan ekonomilerden gelen rekabet ve

deflasyon tehdidi karşısında verdikleri tepki, gerekli yapısal değişimleri gerçekleştirmek suretiyle talebi güçlendirmek yerine daha kolay yöntemler uygulamaya çalışmaları olmuştur. Üretimler gelişmekte olan ekonomilere kaydırılmaya ve işgücü tasarruf eden teknolojilere yatırım yapmaya ağırlık verilmiştir. Bu çözüm gelişmiş ekonomilerde reel ücret ve istihdam artışını zayıflatırken talep artışını daha fazla baskı altına almış ve deflasyonist eğilimleri güçlendirmiştir.

Bu durumda bir başka kolaycı yöntem devreye konulmuş ve para politikaları aşırı ölçülerde gevşetilmiştir. Bugün yaşadıklarımız, bu süreçten en fazla etkilenen ABD'den başlayarak gelişmiş ekonomilerin karşı karşıya kaldıkları düşük büyüme ve deflasyon tehdidi karşısında uyguladıkları bu politikanın bir sonucudur. Asya ve 2001 borsa krizleri ile aynı zincir içinde yer alan bu son kriz yine her kriz sonrasında dozu daha fazla arttırılmış olan aşırı gevşek para politikası nedeniyle gelişmiştir. Enflasyonun baskı altında olmasının verdiği rahatlıkla yaratılan aşırı likiditenin hisse senedi ve gayrimenkul gibi aktif piyasalarında yarattığı hızlı fiyat artış-

“Önümüzdeki uzun dönem gelişmiş ekonomilerde büyümenin çok düşük düzeylerde kalacağı, diğer ekonomilerde büyümenin bugün beklenenin çok altında kalacağı, yakın gelecekte olmasa da bir süre sonra uzun vadeli hazine faizleri dahil faizlerin yavaş ve iniş çıkışlı da olsa yükselişte olacağı, finans sisteminde kredi arzının sınırlı kalacağı bir dönem olacaktır.”

larından yararlanılmıştır. Dünya'da aşırı gevşek para politikası izlenmesine rağmen enflasyon ve paralelinde faizlerin düştüğü, aktif fiyatlarının hızla yükseldiği ve büyümenin hızlandığı benzersiz bir ortam oluşmuştur. Bu likidite fazlası, Asya'daki tasarruf fazlaları ve burada uygulanan para ve kur politikasının ortaya çıkardığı likidite artışı ile beslendiği gibi yine bu sürecin kesin bir sonucu olan petrol ve emtia fiyatlarındaki yükselişin üretici ülkelerde yarattığı tasarruf fazlaları ile desteklenmiştir. Sonuç olarak likidite bolluğu, düşen faizler ve aktif fiyatlarındaki yükseliş geliri artıran tüketicinin daha fazla borçlanarak harcamasına olanak tanımıştır. Bu şekilde baskı altında olan ücret ve istihdam artışına rağmen talebin hızlanması ve arzdaki artışın yakalanması sağlanmıştır. Deflasyon tehdidi bertaraf edilmiştir. Hemen her yerde büyümeler hızlanmış, dünya ekonomisi son dört yılda son 30 yılın en yüksek ortalama büyüme hızına ulaşmıştır. Bu süreçte gelişmiş ekonomiler içinde en hızlı büyüyen, en fazla likidite yaratan ve en fazla likiditeyi ekonomisine çekebilen ABD ekonomisi olmuştur. Bu dönemde kim büyümesini hızlandırmışsa bu hızlanma ABD ekonomisindeki ölçülerde olmasa da büyük ölçüde ekonomide borçlanmanın artmasıyla ya da dünyada bu şekilde hızlanan global büyümenin yarattığı ithalat talebi ile sağlanmıştır.

Bu süreçte finans sistemi bu sürecin kesintiye uğramadan devam edeceği, ekonomide yüksek büyümenin süreceği, aktif fiyatlarının yükselmeye devam edeceği varsayımı ile hareket etmiş ve riskleri hemen her kredi grubunda olması gerekenden çok daha düşük değerlemiştir. Bu hareket biçimi finans sisteminin kırılganlığını arttırmıştır. Ekonomilerde üretim açığının azalması, kaynak darboğazının oluşması ile enflasyonist eğilimlerin

güçlenmesi ardından faizlerin yükselmeye başlaması sistemin hızla çöküşe geçmesi için yetmiştir. Son yıllarda hakim beklenti olan, "aktif fiyatlarında yükseliş hep sürer, ekonomik büyüme hep yüksek kalmaya devam eder" beklentisi terse dönmüştür. Aktif fiyatları yükseldikçe bankaların bilançolarını daha da büyüten bu beklenti şimdi aktif fiyatlarının beklenenden fazla düşmesine ve ekonomik büyümenin beklenenden aksine giderek zayıflamasına neden olmaktadır. Bu ise finans kuruluşlarının beklenenden daha fazla zarar etmeleri ve sermayelerinin beklenenden fazla erimesi ve bilançolarının hızla küçülmesiyle sonuçlanmaktadır.

Bugün global finans sisteminin karşı karşıya olduğu yakın sorun, tanımladığımız varsayım ile hareket eden bankaların sermaye yetersizliğine düşmüş olmalarıdır. Bugün ABD menşeli menkul değerler nedeniyle dünya da finans kuruluşlarının uğradıkları zararlar 1,4 trilyon dolar olarak tahmin edilmektedir. Bunun yaklaşık 560 milyar doları realize olmuştur. Bankaların uğradıkları bu zararlar dolayısıyla yeni sermaye ihtiyacının 700 milyar dolara yakın olacağı tahmin edilmektedir. Mevcut koşullarda finans kuruluşlarının bu büyüklükte sermayenin tamamını bulmaları imkânsız durumdur. Sermaye fazlası olanlar, bu büyüklükte zarara uğradığı tahmin edilen finans kuruluşlarına sermaye koymakta tereddüt etmektedir. Bu durumdaki finans kuruluşları, aktif portföylerini satmaya zorlanmaktadır. Bu satışlar aktif fiyatlarının daha da düşmesine neden olmaktadır. Keza, bu kuruluşlar çok yüksek faizlerle borçlanmaya zorlanmaktadır. Bankaların birbirlerine olan güven kaybı birbirlerine daha az kredi vermeye itmektedir. Mevduat sahipleri para yatırmada tereddüde düşmektedirler. Bu nedenle bazı ülkelerde mevduata güvenceler arttırılmaktadır. Kısa vadeli faizlerin

yükselmesi finans kuruluşlarının zararlarını daha da büyütülmektedir. Daha önemlisi, sermaye yetersizliğinin artması kredi arzının çok ciddi boyutlarda daralması anlamına gelmektedir. Bu daralma, ekonomide büyüme görünümünün daha da bozulmasına, ödenemeyen kredilerin daha da artmasına, risk primlerinin daha da yükselmesine, aktif fiyatlarının daha da aşağı gitmesine neden olacaktır. Bu süreç finans kuruluşlarının sermayelerinin daha da erimesi anlamına gelir. Bu durum aktif fiyatlarını daha da aşağı çeken, kredi arzını giderek daraltan, ekonomide büyüme görünümünü daha fazla kötüleştiren bir döngü yaratmaktadır. Bu döngü şu ana kadar kırılmamıştır. Şu açıktır ki, kırılmadığı ölçüde bu döngü yüksek oranda globalleşen finans piyasaları nedeniyle sadece ABD ekonomisini değil, tüm dünyayı etkiler ve en kötü koşulda herkesi finansal krize götürür.

Bu aşamada son aylarda Dünya ekonomisinde yaşanan yavaşlama ve emtia fiyatlarında neden olduğu düşüş enflasyon kaygılarını azaltacak, Merkez Bankalarının ellerini rahatlatacak bir ortam oluşmaya başlamıştır. Bu gelişme, para politikalarının daha fazla gevşetilmesi önünü açacaktır. Nitekim birçok Merkez Bankası faiz indirimleri başlatmıştır. Önümüzdeki dönem para politikalarını dünya genelinde daha fazla gevşetileceği bir dönem olacak görülmektedir. Ancak finans piyasalarında kötüleşmenin, finansal sıkışmanın geldiği nokta faiz indirimlerinin soruna tek başına çözüm getiremeyeceğini göstermektedir. Ekonomilerde hızlanan yavaşlamayı geri çevirme şansı düşüktür. Bu politika tek başına kredi piyasalarındaki "donukluğu" çözemeyecektir. Aktif fiyatlarında kalıcı bir yükseliş yaratma şansı bulunmamaktadır. Bu ortamda hali hazırda aşırı borçlu olan tüketici borçlanmasını arttıramaz. Sermayesi

erimiş bankalar borç vermeye çalışamaz. Bugün bankalar da, tüketiciler de borçlarını azaltma gayretindedir. Bu da ekonomide büyüme görünümünün kötüleşmeye devam etmesi, aktif fiyatlarının düşmeye devam etmesi demektir.

Krizi durdurma, kredi piyasalarında donukluğu çözme konusunda hükümetler daha etkili olabilir görünmektedir. Merkez Bankaları daha fazla parasal gevşeme ve kredi piyasalarını tekrar hareketlendirecek yan önlemlerle destek verirken, hükümetlerin hızla bankacılık sisteminde şeffaflığı arttırmaları, batık kredileri-yüksek fiyatlarla-üstlenmeleri; bankalara sermaye sağlamaları, batma durumundaki bankaları kurtarmaya devam etmeleri, vergileri düşürüp harcamaları arttırmak suretiyle ekonomide büyüme hızını yükseltmeye çalışmaları ve tüketicileri hisse senedi, gayrimenkul gibi aktifleri almaya özendirerek mali önlemler uygulamaya koymaları gerekir. Hem her yerde kısım kısım fakat yavaş uygulamakta olduğu görülen bu önlemler sonuçta bütçe açıklarını büyütecektir. Bütçe açıklarının büyümesinin yakın gelecekte uzun vadeli hazine faizlerinin artmasına neden olma şansı düşüktür. Global ekonomide artan yavaşlama ve petrol ve emtia fiyatlarında yaşanan düşüş, yakın gelecekte enflasyonist baskıları azaltmaya devam edecektir. Hatta önümüzdeki dönemde deflasyonist eğilimlerde güçlenme görebiliriz. Ancak zaman içinde yükselen kamu açıkları, ekonomik görünüm düzelmeye başladığı anda Batıda uzun vadeli hazine faizlerini yükseltmeye başlayacaktır. Bunun ekonomik büyümeye zarar vermesini engelleme gayreti Merkez Bankalarını bütçe açıklarını parasallaştırmaya itebilir. Ancak enflasyonist olan bu politika, sonuçta yine uzun vadeli hazine faizlerinin yükselmesine yol açacaktır. Dolayısıyla önümüzdeki dönem Batıda enflasyonun gerilediği, deflas-

yonist eğilimlerin güçlendiği kısa bir dönem ardından, büyüyen bütçe açıkları ve artan para miktarı sonucu enflasyonun ve bugün düşmüş olan uzun vadeli hazine faizlerinin tekrar yükselişe geçeceği bir dönem olabilir. Bu dönemde globalleşmenin son 25 yılda enflasyonu aşağı çeken desteğini büyük ölçüde görmeyeceğiz. Keza, teknolojiye yaşanan hızlı ilerlemenin verimlilik artışı yoluyla enflasyonu aşağı çeken etkisini de büyük ölçüde görmeyeceğiz. Bu nedenle enflasyonda artışa neden olmadan aşırı gevşek para politikası izleme şansı kalmamıştır. Bu nedenle önümüzdeki dönemde yüksek olasılıkla global likidite nominal olarak artsa da reel olarak artmayacaktır. Enflasyonist politikalar faizleri yukarıya, aktif fiyatlarını ise aşağı çekecek ve finans sistemini zorlamaya devam edecektir. Olasılığı düşük görünse de yabancıların ABD ekonomisine yatırım yapma isteğinin gerileyebileceği riski de göz ardı edilemez. Büyümeyen ve hızlı parasallaşma nedeniyle enflasyon riski artan bir ekonomiden para kaçışı yaşanması, hazine faizleri dahil uzun vadeli faizlerin hızla yükselmesine, aktif fiyatlarının çökmesine ve doların hızla değer kaybetmesine neden olabilir.

Özetle, global piyasalarda finansal kriz ve kredi darlığı çok uzun süre devam edecek görünüyor. Önümüzdeki uzun dönem gelişmiş ekonomilerde büyümenin çok düşük düzeylerde kalacağı, diğer ekonomilerde büyümenin bugün beklenenin çok altında kalacağı, yakın gelecekte olmasa da bir süre sonra uzun vadeli hazine faizleri dahil faizlerin yavaş ve iniş çıkışlı da olsa yükselişte olacağı, finans sisteminde kredi arzının sınırlı kalacağı bir dönem olacaktır. Ortaya çıkacak ortam bir tür stagflasyon; büyümenin zayıf, enflasyonun yavaş da olsa yükseliş trendinde olduğu, likidite bolluğuna da enflasyondaki artış ne-

deniyle reel likidite artışının sınırlı kaldığı, aktiflerde ayı piyasası koşullarının hakim olacağı bir ortam olacaktır. Dünya'da risk iştahının düşük seyredeceği, kredi kanallarının daralacağı ve kredi maliyetlerinin yükselmeye devam edeceği bu tür bir ortamın borçlanma ihtiyacı yüksek ekonomileri etkilememesi düşünülemez. Yeni dönemde dış borçlanma ihtiyacı yüksek olanlar tasarrufa zorlanacaktır. Büyümeler yavaşlayacaktır. Kur ve faiz riski yüksek seyredecektir. Bu ortam, riskli yatırım araçları aleyhinedir.



Fikret Sebilcioğlu
PricewaterhouseCoopers
Denetim Direktörü

“ Kanun koyucu Tasarı'nın gerekçelerinde, şirketlerin ölçeği ve halka açık veya kapalı olma durumuna bakılmaksızın ülke kaynaklarının doğru ve etkin kullanılması ve güçlü bir ekonomiye sahip olmak için şirketlerin “iyi” yönetilmesi gerekliliğinin altını çizmektedir. İşte bu noktada kurumsal yönetim ilkelerinin önemi ortaya çıkmaktadır. ”

Mecburiyetlerin götürdüğü doğru istikamet:

Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı...

Türk iş dünyasının içinde yaşayacağı geleceğin hukuk altyapısını oluşturan ancak bu önemine karşın, Türkiye'nin farklı gündem konularının gölgesinde kalarak yasalaşması uzun bir sürece yayılan bir kanun tasarısını, Yeni Türk Ticaret Kanunu'nu ele alacağım bu yazımda. Tasarı'nın ne zaman yasalaşacağı sorusuna cevabımı makalemin sonuna bırakarak, Tasarı'nın getirdiği ve günlük hayatımızı ve iş yapış şeklimizi önemli ölçüde etkileyeceğini düşündüğüm değişiklikleri gündeminize taşımak istiyorum.

Öncelikle Tasarı'nın gerekçelerinin iş dünyası tarafından artık sorgulanmadığını rahatlıkla söyleyebiliriz. Evrensel açılımlar (kurumsal yönetimin yaygınlaşması ve genel kabul gören standartların kullanımı), teknolojik gelişmeler, Avrupa Birliği süreci ve uluslararası rekabet konuları, 1957 yılında yürürlüğe giren ve halen kullan-

makta olduğumuz Türk Ticaret Kanunu'nun kökten değişmesi için her sağduyulu insanın kolaylıkla kabul ettiği yeterli gerekçeler olarak görülmektedir.

Altı kitaptan oluşan Tasarı (ticari işletme, ticaret şirketleri, kıymetli evrak, taşıma işleri, deniz ticareti ve sigorta hukuku) ile modern toplum eğilimleri ve çağdaş işletme ekonomisinin temel kavramları, dünya ekonomisi ile bütünleşme sürecinde olan Türkiye'nin ticaret hukukuna ve dolayısıyla Türk ekonomisinin temel taşı olan şirketlerimizin hayatına yansıtılmaktadır. Bu kitaplar içinde en radikal değişiklikler “ticaret şirketleri” kitabındadır. Bu makalemden iş dünyasının tüm oyuncularını eşdeğer ölçüde yakından ilgilendiren “ticaret şirketleri” kitabı üzerinde duracağım.

Hayatımızda neler değişecek?
Bahsedeceğim değişikliklerde

başrol oyuncusunun “Kurumsal Yönetim İlkeleri” olduğunu belirtmek gerekiyor. Kanun koyucu Tasarı'nın gerekçelerinde, şirketlerin ölçeği ve halka açık veya kapalı olma durumuna bakılmaksızın ülke kaynaklarının doğru ve etkin kullanılması ve güçlü bir ekonomiye sahip olmak için şirketlerin “iyi” yönetilmesi gerekliliğinin altını çizmektedir. İşte bu noktada kurumsal yönetim ilkelerinin önemi ortaya çıkmaktadır. (Haberin başına spot olarak bu bölüm konulabilir) Yıllarca slogan benzeri söylemlerle anlatılan ve algılanan bu ilkelerin, kanun maddelerinin büyük bir kısmının tetikleyicisi olduğunu söylemek yanlış olmaz. Şimdi kısaca günlük hayatımızı ve iş yapış şeklimizi önemli ölçüde etkileyecek değişikliklerden bahsedelim.

• **Yönetim Kurullarının profesyonelleşmesi amaçlanıyor:** Tasarı profesyonel YK'yı oluşturmayı amaçlamakta ve bunu Tasarı'ya modern işletme kavramlarını yerleştirerek ve uygulamalarından YK'yı hukuken sorumlu tutarak gerçekleştirmektedir. Profesyonelleşme konusunda aşağıdaki açılımlar ön plana çıkmaktadır:

► Sermayeden bağımsız, piyasa koşullarına göre karar verebilen, bilgili, bilinçli ve modern işletme düzenlerini yönetebilecek (iç kontrol sistemleri, iç denetim düzeni, risk teşhisi ve yönetimi, finansal planlama gibi) bir YK'nın oluşması zorunludur,

► YK'nın dörtte biri için yüksek öğrenim şartı aranmıştır,

► Tasarı'da bağımsız üye (non-executive) kavramına işaret edilmiştir.

• **“Yönetim Kurulu”&“Yönetim” kavramları arasında hukuken farklılaşma sağlanıyor:** Yürürlükteki hukuk sistemine göre yönetim (management) kavra-

mı bulunmamakta, şirketlerin bütün sorumluluğu ve yükü YK üzerinde bırakılmaktadır. Tasarı bu farklılaştırmayı getirmekte ve teşkilat iç tüzüğü yöntemi ile “management” kavramını yerleştirmeyi amaçlamaktadır. Böylece şirket yöneticileri aldıkları yetki karşılığında ve “hesap verebilirlik” kavramına uygun olarak, yaptıkları uygulamalardan hukuken sorumlu olacaklardır.

• **Modern işletme kavramları Türk hukuk sistemine getiriliyor:** Tasarı'nın öne çıkardığı kavramlardan biri olan “sermayenin korunması” ancak “varlıkların korunması” ile mümkündür. Bu da risk yönetimi, iç kontrol, iç denetim ve finansal planlama gibi genel kabul gören işletme mekanizmalarını zorunlu hale getirmektedir.

► **Risk yönetimi:** Tasarı ile pay senetleri borsada işlem gören şirketlerde risklerin erken teşhisine ilişkin komite kurulması zorunlu hale getirilmektedir. YK, şirketin varlığını, gelişmesini ve devamını tehlikeye düşüren sebeplerin erken teşhisi, bunun için gerekli önlemler ile çarelerin uygulanması ve riskin yönetilmesi amacıyla, uzman bir komite kurmak, sistemi çalıştırmak ve geliştirmekle yükümlü olacaktır. Bu hususta kanun bağımsız denetçiye de sorumluluk yüklemektedir. Ayrıca kanun koyucu bir adım daha ileri giderek, bazı durumlarda kapalı şirketlerde de bu komitenin kurulmasını zorunlu kılmıştır.

► **İç kontrol sistemleri ve iç denetim:** Tasarı çerçevesinde YK'nın sağlıklı bir yönetim raporlamasına sahip olması, bu raporlamadaki bilgilerin kalitesinin kontrolü ve değerlendirilmesi ile yönetime ilişkin tüm kararların bu değerlendirme sonucu alınması, iç kontrol ve iç denetim mekanizmalarını zorunlu kılmaktadır. Bu mekanizmalar şirketle-

“ Yürürlükteki Ticaret Kanunu'na göre denetçi sistemi (murakıplık) vardır, ancak denetçi seçilen kişi ile ilgili hiçbir özellik aranmamıştır. Bu çağdışı uygulama Tasarı ile tarihe karışmakta ve yeni uygulamada tüm ticaret şirketlerine bağımsız denetim zorunluluğu getirilmektedir. ”



rin kurumsallaşması açısından da önemli bir açılım olacaktır.

► **Finansal planlama:** Bu kavram bütçe ve iş planı konularını içermektedir. Tasarı'ya göre şirketler gereksinimleri ölçüsünde finansal planlama yapmak zorundadırlar.

• **Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) uygulaması başlıyor:** Tasarı şirket büyüklüğü gözetmeksizin (halka açık olsun ya da olmasın) tüm ticaret şirketlerinde muhasebe ve finansal raporlamaların UFRS ile uyumlu Türkiye Muhasebe Standartları'na göre hazırlanmasını zorunlu kılmaktadır. Bu işlem finansal raporların basit bir çevrimi değil, muhasebe ve finansal raporlama sistemleri ile bu fonksiyonlarda istihdam edilen personelin iş yapış şeklini de çok yakından ilgilendiren bir dönüşüm projesidir.

• **Bağımsız Denetim zorunluluğu geliyor:** Yürürlükteki Ticaret Kanunu'na göre denetçi sistemi (murakıplık) vardır, ancak denetçi seçilen kişi ile ilgili hiçbir özellik aranmamıştır. Bu çağdışı uygulama Tasarı ile tarihe karışmakta ve yeni uygulamada tüm ticaret şirketlerine bağımsız denetim zorunluluğu getirilmektedir. Bu denetim Uluslararası Denetim Standartları'nın tercümesi olan Türkiye Denetim Standartları'na göre yapılacaktır. Alınacak bağımsız denetim raporunun önemini işaret etmek adına bu noktada bir açıklama yapmak gerekiyor. Eğer şirketin bağımsız denetim sonucunda aldığı rapor olumlu değil ise, şirket finansal tablolara dayanarak hiçbir karar alamayacak, eğer alırsa bu karar batıl olacaktır. Bu durumda yönetim kurulu (YK) görevine devam edemeyecek ve istifa etmek durumunda kalacaktır!

• **Pay sahipliği demokrasisi geliştiriliyor:** Tasarı ile pay sahiplerinin hak listesi zenginleştiriliyor. Bu husus şirket yönetimlerinin pay sahiplerine eşit davranması (adillik ilkesi) konusunda itici bir güç olacağından, azlık haklarına sahip olan ortaklar açısından önemli bir açılım olarak görül-

Bir AŞ veya LŞ kendi işletme konusunda bir işletme kurmak isterse bunu tek başına yapabilecektir. Veya yabancı bir şirket Türkiye'de bir yatırım yapmak isterse bunu tek başına yapabilecek ve ayrıca bir ortak aramasına gerek kalmayacaktır.

mektedir. Türkiye gibi hakim ortaklık yapısının ağırlıklı olduğu bir ortamda, bu konu önemini daha da artırmaktadır.

• **Şirketler internet sitesi açmak ve sitesinin bir bölümünü "bilgi toplumuna" ayırmak zorunda kalmaklar:** Şeffaflık ilkesinin bir unsuru olarak bu uygulama getirilmektedir. İnternet sitesinde kanunen tanımlanan bilgilerin açıklanması gerekecektir. Genel kurul toplantısı belgeleri ve çağruları, yılsonu finansal tabloları ve bağımsız denetim raporları, internet sitesine koyulacak bilgilerin sadece birkaçı. İnternet sitesine erişim açık ve engelsiz olacaktır, böylece "menfaat sahibi" kavramı Türk hukukuna getirilmektedir.

• **Tek pay sahipli Anonim Şirket (AŞ) ve tek ortaklı Limitet Şirket (LŞ) ile YK'nın tek kişiden oluşmasına izin verilmektedir:** Tasarının önemli bir ihtiyaca cevap veren açılımıdır. Örneğin, bir AŞ veya LŞ kendi işletme konusunda bir işletme kurmak isterse bunu tek başına yapabilecektir. Veya yabancı bir şirket Türkiye'de bir yatırım yapmak isterse bunu tek başına yapabilecek ve ayrıca bir ortak aramasına gerek kalmayacaktır. Buna ek olarak tek kişilik YK'ya da izin verilerek, tek kişilik AŞ ve LŞ sistemine uyum sağlanmıştır.

• **Şirketler Topluluğu:** Şirketler Topluluğu Türk hukukunda ilk defa Tasarı ile düzenlenmiş ve böylece çok önemli bir ihtiyaca cevap verilmiştir. Hakim ve bağlı şirket ilişkilerinin her iki şirket yönetim kurulunca her yıl bir rapora bağlanması zorunlu kılınarak, şeffaflık ilkesinin gerekliliği yerine getirilmiştir. 1994 ve 2001 krizlerinin tetikleyici nedenlerinden biri olan grup şirketleri arasındaki işlemleri iyi bir şekilde analiz eden kanun koyucu, bu düzenleme ile yönetim kurullarının şirketler topluluğu çerçevesinde her şirket için kayıpları ve kazançları açıkça belirleyebilmelerini ve kararlarını bilinçli bir şekilde alabilmelerini amaçlamıştır.

• **Hukuki ve ceza-i sorumluluklar artırılıyor:** Tasarıda hukuki ve ceza-i sorumluluklar açık bir şekilde tanımlanmıştır. Bu sorumlulukların detayları bu makaleye sığamayacak kadar uzun bir konudur. Ancak özellikle ceza-i sorumluluk kapsamında hapis ve adli para cezalarının dikkat çekici olduğunu belirtmek isterim.

Yazımı okuyanların "Bu kanun ne zaman yasallaşıp yürürlüğe girecek?" diye sorduğundan eminim. Şu an itibarıyla Tasarı, TBMM Genel Kurul'da beklemektedir ve meclisin tatilden dönmüşünden sonra görüşülmesi beklenen ilk yasalardan biridir. Bu durumda 2008 yılı içinde yasallaşmasını beklemek yanlış olmaz. Ancak bana bu soruyu son bir senedir sorulara farklı bir cevap vermekteyim. Bu kanun Ekim ayında veya 3 ay sonra veya 9 ay sonra da çıkabilir. Bence Tasarı'nın yasallaşması sürecinde "ok yandan çıkmıştır". Ve ok doğru istikamette (biraz da mecburiyetten) hızla ilerlemektedir. Bu noktada enerjimizi "ne zaman" sorusunun cevabını aramaya harcamaktansa, bu geri dönüşü olmayan süreçte, değişime ayak uydurarak Tasarı'yı anlamak, Tasarı'nın zorunluluklarını bir yük olarak görmektense sağlayacağı faydalara odaklanmak, işletmenize getireceği değişiklikleri değerlendirmek ve yapılması gereken hazırlıklara ivedilikle başlamanın en uygun hareket planı olduğunu düşünüyorum.



Belma Öztürkcal
belmao@utdallas.edu

YANLIŞ KARAR VERMEYE CESARETİ OLAN DOĞRUYU BULUR (MU?)

“ Davranışsal ekonomi alanında eksperimental yöntem, sermaye piyasalarını anlamak için değerli bir araç olmuştur. Eksperimental deneyler sermaye piyasası işleyişi, krizlerin oluşumu, piyasanın stabilizasyonu, içeriden işlem yapanların etkisi (insider trading) ve kural koyucu düzenlemelerin ve organizasyonların anlaşılmayan kısımlarını daha iyi anlamak, bu konularda ip uçları elde etmek için iyi bir kaynaktır. ”

Davranışsal finans ve ekonomi çalışmalarının gündeme gelmesinin sebebi olan sermaye piyasaları, bilginin önemli olması ve traderların alım satım için bu bilgiyi farklı kullanması konusunda diğer piyasalardan ayrılmaktadır. Bu konuyu daha iyi anlamak için yapılan teorik çalışmalar önem taşır, fakat 1980'lerden sonra başlanan ve gözlem altında veri sağlanmasına dayalı deneysel çalışmaları da teorinin şekillenmesi ve detaylandırılması konusunda bu alana önemli katkıda bulunmuştur. Bu konudaki piyasa deneyleri üç farklı şekilde tasarlanmıştır. İlk grupta eşit bilgi sahibi olan traderların yine eşit bir şekilde daha az bilgi sahibi olan traderlar ile bilgi paylaşımı incelenmektedir. Diğer grupta yapılan çalışmalar daha zor olan bireysel traderların ve yatırımcıların sahip olduğu bilgilerin piyasa ve tüm tra-

derlara ulaşması ve dağılmasıdır. Üçüncü grupta ise bilginin içeriden üretilmesi ve sermaye ve bilgi piyasalarında simultane denge noktasına gelmesi çalışmaları yer alır.

Belirsizliklerin dünyasında temel verilerin yerini temel veriler ile ilgili beklentiler almaktadır. Bunlara makroekonomik veriler, şirket verileri, piyasa beklentileri, seçim sonuçları, kur beklentileri, şirket el değiştirmeleri örnek gösterilebilir. Gerçek verilerden daha fazla piyasadaki verilerin beklenen değerleri üzerinde ne kadar zaman geçirdiğimizi düşünürsek bunu anlamak daha kolay olacaktır. Bu noktada kendi beklentilerimizden başka diğer kişilerin beklentilerini de doğru tahmin edebiliyor olmamız da en az aynı derecede önem taşımaktadır. Bu sebeple piyasadaki fiyatları en belirleyici etken budur. Eko-

nomide varsayımların önemli rolü gözönüne alınırsa düşünce yapısı ve karar vermeyi anlamak üzerine modelleme ve teorileri test etme amacı ile az sayıda çalışma yapıldığını söyleyebiliriz. Davranışsal ekonomi alanında eksperimental yöntem, sermaye piyasalarını anlamak için değerli bir araç olmuştur. Eksperimental deneyler sermaye piyasası işleyişi, krizlerin oluşumu, piyasanın stabilizasyonu, içeriden işlem yapanların etkisi (insider trading) ve kural koyucu düzenlemelerin ve organizasyonların anlaşılmayan kısımlarını daha iyi anlamak, bu konularda ip uçları elde etmek için iyi bir kaynaktır.

Davranışsal ekonomi konusunda teoriye yeni yaklaşımlar getiren Teksas Üniversitesi – Dallas, Ekonomi Bölümü'nden Doç. Nathan Berg'in bu konuda yaptığı çalışmalar ile ilgili bilgiler vermek istiyorum. Berg ve Lein'in çalışmaları sermaye piyasalarında bilgisi az olan traderların bilgisi fazla olanlara daha fazla güvendikleri bilgisini baz alırlar. Az bilgi sahibi olan traderların, bilgisi yüksek olan traderların ileride kar sağlayacaklarına kendilerinden daha fazla olan inançlarının tüm piyasalarda öncelikle yeni bir etkin fiyat denge değeri oluşturmasını beklerler. Bu noktanın herkes için avantajlı olan bir durum sağladığını, işlem likiditesini arttıran ve işlem maliyetlerini düşüren bir durum yarattığını gösterirler.

Bilgiden fazla emin olma durumu literatürde üç şekilde anlatılır. Birincisi bir kişinin kapasite, kabiliyet, bilgi ve başarı gibi konularda kendisini olduğundan daha iyi bir noktada değerlendiriyor olması durumudur. İkincisi kişinin kendisi ile ilgili bilgilerin bilinmesi ile ilgili abartılmış bilgilerdir. Üçüncüsü ise Berg ve Lein'in fazla güven ile ilgili baş-

kalarının bilgilerine inanma konusudur.

Bilgisi az olan traderlar, bilgisi yüksek traderlar işlem yaptığında fiyatların onların gelecek için olan fiyat beklentilerini yansıttığı görüşünü taşırlar. Bu sebeple şu andaki fiyatlar gelecek için bilgisi yüksek olan traderların beklentilerini yansıtıyor olmalıdır. Bilgisi az olan traderlar hisse senetlerini risklerini azaltan bir mekanizma olarak kullanırlar. Piyasa bilgi ve tecrübesi fazla olan traderlara olan fazla güvene dayanan işlemlerin artması ile piyasa seviyesi işlemlerin daha az riskli olduğu ve işlem maliyetlerinin daha düşük olduğu yeni bir seviyeye taşınır. Talepte bu şekilde bir artış olunca spekülâtörler ellerindeki hisse senetlerini satarak karlı bir duruma gelirler.

Rasyonel olmayan davranışların sosyal kar sağladığı durumların incelenmesi oldukça güçtür. Çalışmada kurulan model doğrultusunda piyasanın daha yüksek derecede şeffaf olmasını sağlayan tebliğ ve yasalar piyasayı tam rasyonel hale getirirler. Bu şekilde tekrar sağlanan yüksek şeffaflık likiditeyi azaltır ve işlem komisyonlarını artırır. Bilgisi daha az olan yatırımcılar risk aldıkları için karlarını yükseltebilirler. Bu tür traderlar piyasaya bilgi akışını ve özel bilginin genele yaygın hale gelmesini sağladıkları için topluma fayda sağlarlar. Eğer tecrübeli ve bilgisi yüksek olan traderlar kendi bilgilerinden çok emin ise bu durum verimlilik artışı sağlamaz.

Berg bir diğer çalışmada, karar verme ortamlarında serbest karar verenlerin rasyonel karar verme sürecinde bilgiyi dikkate almamasının iyi karar verme ile uyumlu olduğu

konusunu inceliyor. Yatırım için karar veren kişinin seçenekler içerisinde bir grup kararı seçerek eline geçecek geliri etkileme özelliği vardır. Bu çalışmada amaç şöyledir: Karı maksimize etme amacı ile hareket eden yatırımcıların, karar verme ortamlarında bilinçli olarak bilgi ve kar boyutunda ileride kar sağlayabilecek olan bilgiyi dikkate almaması veya bu bilgiden bağımsız hareket etmesi değerlendirilir. Bilgiyi dikkate almama kognitif limitlerden kaynaklanabilir ya da sebep kapasite, unutkanlık ve ilgi dağınıklığı olabilir. Daha önce yapılan çalışmalarda bazı yöneticilerin pek çok bilgiyi dikkate almadıkları, hatta bazı uluslararası şirketlerin kur riskini tamamen dikkat dışı bıraktıkları gözlemlenmiştir. Bu örneklerde görülen bilgiyi dikkate almama durumu rasyonel olarak açıklanamaz, ancak bazı yatırım kararlarında bir kısım bilgileri dikkate almamanın olumlu etkileri olduğu iddia edilebilir. Berg çalışmasında, geliri maksimize etmek için bu tür davranış sergileyen bir yatırımcının tamamen rasyonel davranmış olabileceğini kurduğu model ile gösteriyor. Bunun sebebi de bazı durumlarda bilgiyi dikkate almamanın akıllıca bir davranış olmasından kaynaklanıyor. Tabii bu da inceleme yapmayı daha zorlaştıran bir durum olarak karşımıza çıkan bir durum oluyor.

Kaynak:

☞ *"The Handbook of Experimental Economics", John Kagel & Alvin Roth*

☞ *"Does Society Benefit From Investor Overconfidence In The Ability Of Financial Market Experts?", Nathan Berg & Donald Lein*

☞ *"Decision-Making Environments In Which Unboundedly Rational Decision Makers Choose To Ignore Relevant Information", Nathan Berg*

TKYD Eylül ve Ekim aylarında iki uluslararası konferansta destekleyici kuruluş olarak yer aldı ve bu konferansların hem daha fazla kişi ve kuruma ulaşmasını sağladı, hem de sektörün en iyi şekilde yararlanabilmesi hususunda evsahibi kuruluşlara istenen desteği sağladı.

Bu konferanslardan ilki; Avrupa Birliği'nde en yüksek yatırım fonu büyüklüğüne sahip olan Lüksemburg'un fon endüstrisini Türk Finans ve iş çevrelerine tanıttığı **"Küresel Finans Merkezi:Lüksemburg"** isimli semineri, ikincisi ise Terrapinn tarafından düzenlenen ve kamu yetkilileri ile üst düzey finansçıların katıldığı **Funds World Türkiye2008** isimli konferanstı.

SEMİNER KÜRESEL FİNANS MERKEZİ: LÜKSEMBURG

Seminerde Lüksemburg'daki fon sektörünün büyüklüğü, yatırımcıya sağladığı avantajlar ve UCITS'lerin (Avrupa Birliği ülkelerinde belli bir standartta kurulabilen ve AB pasaportu ile ülkelerde satışına izin verilen Avrupa fonları) gelişimi görüşüldü.

Lüksemburg'u tanıtım amacıyla kurulmuş olan Luxembourg for Finance" adlı kuruluşun düzenlediği konferans 9 Eylül tarihinde Swissotel Bosphorus'ta gerçekleştirildi. Konferansın düzenlenmesi aşamasında Lüksemburg'un Türkiye Büyükelçisi Arlette Conzemius TKYD yönetimi ile temaslarda bulunarak programın sektörümüze yararlı bir şekilde hazırlanması için TKYD'nin desteğini aldı. İstanbul'daki üst düzey finans çevreleri ile Lüksemburg temsilcilerinin görüşmeleri ve davetli listesinin oluşturulmasında Derneğimiz ile ortak bir çalışma yürütüldü.

Seminerde Lüksemburg'daki fon sektörünün büyüklüğü, yatırımcıya sağladığı avantajlar ve UCITS'lerin (Avrupa Birliği ülkelerinde belli bir standartta kurulabilen ve AB pasaportu ile ülkelerde satışına izin verilen Avrupa fonları) gelişimi görüşüldü. Seminerde açılış ko-

nuşmasını Lüksemburg Ekonomi ve Dış Ticaret Bakanı H.E. Mr. Jeannot Krecke yaptı.

Luxembourg for Finance Genel Sekreteri Jean-Jacques Picard ve Lüksemburg Borsası Başkanı Michel Maquil tarafından "Küresel Finans Merkezi: Lüksemburg" başlıklı sunumda, Lüksemburg'da faaliyet gösteren finans kurumları, sağladıkları avantajlar, hukuki sistem, düzenleyici yapı ve yasal denetim, fon kurucusu, bankalar ve müşteriler açısından diğer ülkelerle rakamsal karşılaştırmalar yapıldı.

UCITS üzerine son trend ve gelişmelerin anlatıldığı sunumu ise ALFI genel direktör yardımcısı Charles Muller ile PricewaterhouseCoopers ortaklarından Didier Prime yaptı. Sunumda, dünya ve Avrupa'daki yatırım fonu sektörü büyüklükleri ve pazar paylarının yanı sıra Lüksemburg yatırım fonu sektörü ve UCITS sonrası sektördeki gelişmeler-

den bahsedildi. UCITS'in tarihi, nasıl ortaya çıktığı, varlık yapısı, dağıtımı, diğer özellikleri ve UCITS IV için yapılması düşünülen değişiklikler dinleyicilere aktarıldı. Seminerde İş Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Gürman Tevfik ise Lüksemburg'da kurulu ilk Türk fonu olan ve ağırlıklı olarak Türkiye'ye yatırım yapan ve İş Portföy Yönetimi

tarafından yönetilen Turkisfund hakkında bazı bilgiler verdi. 1997 yılında Lüksemburg'da kurulan fonun AB pasaportu var. Şemsiye tipi kurulan fonun içerisinde Türk hisse senetleri, Türk bonoları ile Eurobond bulunuyor ve Avrupa'da yaşayan yatırımcılara satılıyor. Türkiye'de de UCITS direktiflerine uyumlu bir sistem için çalışıldığını

söyleyen Tevfik, ancak AB üyesi olmadan Türkiye'de kurulan fonların diğer Avrupa ülkelerinde satılmasının mümkün olmadığını belirtti. Lüksemburg konum olarak merkezi olması ve vergi avantajı sağlanması nedeniyle AB ülkeleri tarafından tercih ediliyor. Lüksemburg ayrıca UCITS direktiflerini ilk uygulayan ülke.

KONFERANS

FUNDS WORLD 2008

Terrapinn tarafından 15-16 Ekim tarihlerinde düzenlenen Funds World Turkey 2008 konferansı, dünya piyasalarında yaşanan krize çözüm arayışlarının devam ettiği bir zamana denk geldi.

Bölgenin önemli sermaye piyasası oyuncusu olan Türkiye'de yapılan bu konferansta global krizin Türkiye'ye yansımaları ve gelecek için beklentiler ve fırsatlar, hükümet yetkilileri, kamu otoriteleri ve üst düzey fon yöneticilerinin farklı platformlardaki tartışmaları ile enine boyuna tartışıldı.

Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.'nin ana sponsorluğunda gerçekleştirilen konferansın yemek sponsoru İş Portföy Yönetimi A.Ş. oldu. Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) de konferansın destekleyici kurumu idi.

Açılış Konuşmalarını Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Didem Gordon ve TKYD Başkanı Gür Çağdaş yaptılar. Konferansa katılan Maliye Bakanı Kemal Unakıtan da yatırımcılara ve finansçılara bir konuşma yaparak, Türkiye'nin krizde korkulacak bir ülke konumunda olmadığını, ancak ileriye yönelik alınacak önlemler konusunda akıllı ve dikkatli davranılması gerektiğini, ön-

ceki yıllarda yaşanan krizlerin bankalarına büyük görevler düştüğünü be-



15-16 Ekim 2008
Funds World Türkiye 2008 konferansı

kacılık ve finans kesimini güçlü hale getirdiğini söyledi.

TKYD Başkanı Gür Çağdaş küresel krizin tüm ülkelerde hissedildiği bir dönemde Türkiye'de yapılan konferansın zamanlamasının çok iyi olduğuna dikkat çekerek, bu krizin fırsata dönüştürülmesi için hem kamu otoritelerine, hem de sektör oyuncu-

lirtilti. Bireysel Emeklilik Sistemi gibi yatırım fonlarının da Sermaye Piyasasına atıfta bulunan ayrı bir yasayla düzenlenmesinin sektörün gelişiminde çok önemli bir rol oynayacağını ifade eden Çağdaş, bu nedenle ayrı bir yatırım fonu yasasının çıkarılmasını önemli bir fırsat olarak gördüklerinin altını çizdi.

KONFERANSLAR

SPK Başkanı Turan Erol da sektörü hiçbir zaman çok sıkı kontrol ve denetim mekanizmaları ile boğmak istemediklerini, ancak yapılan düzenleme ve değişikliklerle “bebek” olarak nitelediği fon sektörünü sağlıklı bir şekilde büyümeye çalıştıklarını belirtti.

Yapı Kredi Portföy Yönetimi Genel Müdürü ve TKYD Başkan Yardımcısı Didem Gordon da portföy yönetim sektörünün gelişimi ve Türkiye’de önümüzdeki dönemde karşılaşılabilecek fırsatlara ilişkin detaylı bir sunum yaptı.

Gordon konuşmasında, AB’ye uyum çerçevesinde Türkiye’de yatırım fırsatları, Türk halkının yatırım



TKYD Başkanı Gür Çağdaş, ayrı bir yatırım fonu yasasının çıkarılmasını önemli bir fırsat olarak gördüklerini belirtti.



Yapı Kredi Portföy Yönetimi Genel Müdürü ve TKYD Başkan Yardımcısı Didem Gordon ????????

eğilimleri ve faizlerin düşme trendine girmesi durumunda yatırım fonlarında yükseliş beklentisini de örneklerle açıkladı.

Konferansın diğer konuları arasında Türkiye’de hisse senedi ve bono piyasalarında yatırımlar ve bu yatırımların iç ve dış gelişmelere karşı ne kadar hassas olduğu tartışmaları ile alternatif yatırım araçlarının

Türkiye’deki konumu, finans kurumlarında kurumsal yönetimin önemi yer aldı.

Serbest fonların (hedge fonlar) dünyanın diğer ülkelerine göre Türkiye’deki uygulama farklılıkları ve serbest fonlardaki SPK denetimi, hem SPK yetkilileri tarafından hem de katılımcı panelistler tarafından dile getirildi.

IIFA 2008 KANADA

Türkiye’nin de üyesi bulunduğu Uluslararası Yatırım Fonları Birliği (IIFA- International Investment Funds Association) 22.Genel Kurulu 6-9 Ekim 2008 tarihlerinde Montreal’de yapıldı. 29 ülkenin katıldığı konferansta, finans sektöründe denetim ve gözetime ilişkin yeni düzenlemelerin sektör temsilcileri tarafından desteklenmesi istendi.

Genel Kurul’un sonuç bildiğesinde; “Uluslararası Yatırım Fonları Birliği üyeleri; uluslararası düzenleyicilerin ve kanun koruyucularının, global fi-

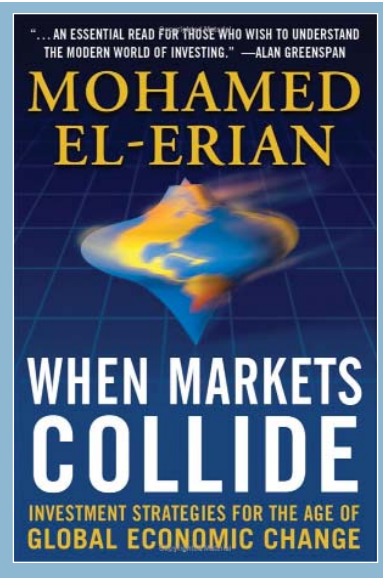
nans piyasalarını dengelemeye çalışmalarındaki azimli çabalarını kuvvetle desteklemektedirler. Finans piyasalarındaki benzersiz durumlar, sağlıklı global ekonominin yerini ciddi risklere bırakmaktadır ve tüm piyasa iştirakçileri, global liderlerin bu süreci gözlemlemeleri ve bir an önce konuya yönelmeleriyle ilgilenmektedirler. İnanıyoruz ki, bu olağandışı çalkantı döneminin sonunda, hükümetler yeni aldığı tedbirlerle, piyasalardaki düzeni onarmada ve güveni kazanmada çok yol kat edeceklerdir,” denildi.

KONFERANS AJANDASI | 2008

<p>Luxembourg, a global financial centre- Seminar Tarih : 9 Eylül 2008 Yer : İstanbul, Swissôtel</p>	<p>Funds World Turkey 2008 - Terrapinn Middle East Tarih : 15-16 Ekim 2008 Yer : İstanbul</p>
<p>Super Return Asia 2008 Tarih : 22-25 Eylül 2008 Yer : JW Marriott, Hong Kong</p>	<p>Hedge 2008 (IRC) Tarih : 22-23 Ekim 2008 Yer : Londra</p>
<p>17th Annual Investment Funds Forum Tarih : 23-24 Eylül 2008 Yer : Luxembourg Sponsor: NICSA & ALFI</p>	<p>Fund Forum Middle East 2008 Tarih : 1-4 Aralık 2008 Yer : Bahreyn</p>
<p> Efama Investment Management Forum 2008 European Fund and Asset Management Association Tarih : 24-26 Eylül 2008 Yer : Cenevre, Grand Hotel Kempinski</p>	<p>Georgia Business & Investment Summit Tarih : 16-17 Ekim 2008 Yer : Tiflis</p>
<p>The HongKong Investment Funds Association Second Annual Conference Tarih : 29 Eylül 2008 Yer : HongKong Marriott Hotel</p>	<p>Alternative Investments Europe Summit Tarih : 5-7 Kasım 2008 Yer : Montrö</p>
<p> IIFA 22th Annual Conference Tarih : 6-9 Ekim 2008 Yer : Montreal, Kanada</p>	<p> GAIM International 2008 Tarih : 11 - 13 Kasım 2008 Yer : InterContinental, Cenevre</p>
<p> Super Return Middle East Tarih: 13-15 Ekim 2008 Yer : Jumeirah Emirates Towers, Dubai</p>	<p>8th Annual Super Investor - Institutional Investor and Private Equity & Venture Capital fund manager relationships Tarih : 18 - 21 Kasım 2008 Yer : Westin Hotel, Paris</p>

Değişimi Anlamak İçin

Dünyanın en büyük yatırım yönetim şirketi PIMCO'nun Eş Başkanı El-Erian'ın kitabı küresel ekonomi ve finans sisteminde yaşanan değişimi anlamak ve yeni fırsatlarla riskleri tanımak için ideal...



When Markets Collide:
Investment Strategies for the Age
Global Economic Change

Mohamed A. El-Erian

McGraw-Hill, Mayıs 2008, 304 s.

FED'in efsanevi başkanı Alan Greenspan'den bir cümle ile başlayalım: "Bu kitap modern yatırım dünyasını anlamak isteyenler için bir temel eserdir." Dünyanın en büyük yatırım yönetim şirketi PIMCO'nun eş CEO'su olan Mohamed A. El-Erian, yeni kitabı "When Markets Collide: Investment Strategies for the Age Global Economic Change" (Piyasalar Çarpıştığında: Küresel Ekonomik Değişim Çağı için Yatırım Stratejileri) günümüzün ekonomik ve finansal sistemlerinde yaşanmakta olan köklü değişiklikler için zamanlaması tam yerinde bir uyarı olarak tanımlanabilir. Aynı zamanda çok önemli sinyalleri yanlış yorumlayarak piyasaların kurbanı olan yatırımcılar için de harekete geçme çağrısı denilebilir.

Dünya finans sistemi kelimenin tam anlamıyla alt üst oluyor, Amerikan finans tarihiyle yaşıt kurumlar dökülürken, trilyonlarca dolar buharlaştı. 2001-2007 yılları arasındaki bolluk ve yükseliş dönemi sona erdi. Dünya ekonomisi bir dizi ağır sorunla karşı karşıya, küresel büyümenin hız kesmesi kaçınılmaz. Bundan etkilenmemek imkansız olacak. Borç veren rezerv zengini ülkeler de artık eskisi gibi refah artışı sağlayamayacak. Ayrıca, bu dönemin hem piyasalara hem de reel ekonomiye şimdiden tahmin edilemeyen sıradışı etkileri de olacak. Örneğin birçok piyasa segmentinin ve oyuncusunun davranışlarını değiştiren türev ürünlerde büyük değişiklikler yaşanacak. Tüm bu değişikliklere karşın, sistemin altyapısının bugünün gerçeklerini ve yarının gerçeklerini yansıtacak bir şekilde bir üst sürüme yükseltilmesi gerekiyor. İşte El-Erian, küresel değişimin temelini oluşturan güçleri inceleyerek, bizlere şu konularda ışık tutuyor:

- Yeni fırsatlar ve riskler hakkında düşünün
- Uygun bir şekilde çeşitlendirilmiş ve uluslararasılaştırılmış bir portföy oluşturun.
- Portföyünüzü sistemik riskin yeni kaynaklarına karşı koruyun.
- Merkez bankalarının ve dünya çapındaki finans politikalarının etkisinin olumlu olacağını düşünün.

El-Erian'ın kitabı önümüzdeki yıllarda piyasaları şekillendirecek, risk ve fırsatlara ilişkin önemli ipuçları vermektedir. Finans dünyasının günümüzde en saygın isimlerinden biri olan El-Erian, son olayları doğru bir şekilde açıklayarak, bizlere piyasaları yorumlayacak, küresel ekonomik değişiklikten karlı çıkacak ve riskleri tarayacak doğru araçları veriyor. El-Erian kitabında gelecekteki gelişmelere ilişkin tahminler de sunarak, okuyucunun yeni finansal dünyaya odaklanmasına yardımcı olmaya çalışırken, alınacak yeni risklerin çerçevesini de sınırlamayı hedefliyor.

Kitapta, ABD'nin ulusal borcunun nasıl büyüdüğü, devlet varlık fonları geleceği, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelerin borcunu nasıl fonladığı gibi konular yer alıyor. Ayrıca El-Erian kitabında, Uluslararası Para Fonu'ndaki uzmanlık alanlarından biri olan gelişmekte olan piyasalar deneyiminden de yararlanıyor ve günümüzde gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olanlar arasında yaşanan faiz ve ticaret dengesizliklerinin kalkınmakta olan ülke ekonomilerini ve fon akışını nasıl etkilediğini inceliyor.

The New York Times ve Wall Street Journal'ın en çok satan kitaplar listesinde ilk sırada yer alan When The Markets Collide hakkında FED eski Başkanı Alan Greenspan, "Mohamed A. El-Erian, dünyadaki en yetenekli ve başarılı risk yöneticilerinden

biridir. Bu kitapta gelişmiş risk analizine bir akademisyenin bakışıyla, bir portföy yöneticisinin reel dünya ekonomisini kavrayışını birleştirmiştir” dedi. Newsweek dergisinin editör-yazarı Fareed Zakaria ise, El-Erian’ın finans piyasalarının başarılı bir katılımcısı olmasının yanı sıra, piyasaların parlak bir analisti olmasından dolayı eşi benzeri az bulunur bir kişi olduğunu belirterek, önemli ve acilen okunması gereken bir kitap yazdığını dile getiriyor. Financial Times gazetesinde yer alan bir yorumda ise, piyasaları anlama konusunda El-Erian’ın yaşanmakta olan kredi krizine akademik ekonomist, politika oluşturan yetkili, yatırım bankacısı ve fon yöneticisi perspektiflerinden yorum yapmayı becerebilen nadir insanlardan biri olduğu ifade ediliyor.

Olasılık ve risk ana temasını işleyen Siyah Kuğu adlı kitabın yazarı Nassim Nicholas Taleb de, “El-Erian yaşadığımız sıradışı olaylardaki riski kavrayabilen bir düşünür ve bir uygulamacı. Şimdiye dek böyle bir kombinasyon görmedim” diye yorumladı.

PIMCO’nun kurucularından ve El-Erian’ın çalışma arkadaşı Bill Gross ise, kitabın küresel ekonomideki değişimi güçlü ancak bunun yanında kolay anlaşılır bir şekilde anlattığını söylüyor.

Gelelim yazara; Mohamed El-Erian, dünyanın en büyük yatırım yönetim şirketi eş yönetim ve yatırım başkanı olmasının yanında daha önceki görevleri itibarıyla güçlü bir özgeçmişine sahip. Daha önce Harvard Üniversitesi’nin 35 milyar doları bulan fonlarını yöneten Harvard Management Company’nin CEO ve Başkanlığı’nı yapan El-Erian, bundan önce de 15 yıl boyunca Uluslararası Para Fonu’nda ekonomik politikalar, sermaye piyasaları ve çeşitli ekonomik konular üzerine çalıştı. El-Erian, Bloomberg, Forbes, Financial Times, The New York Times, The Wall Street Journal gibi saygın yayın organlarında yazılar yazıyor, katkıda bulunuyor. 2004 yılında Fortuna dergisinin seçtiği sekiz kişilik ‘Yatırım Fonu Rüya Takımı’nda El-Erian da yer aldı.

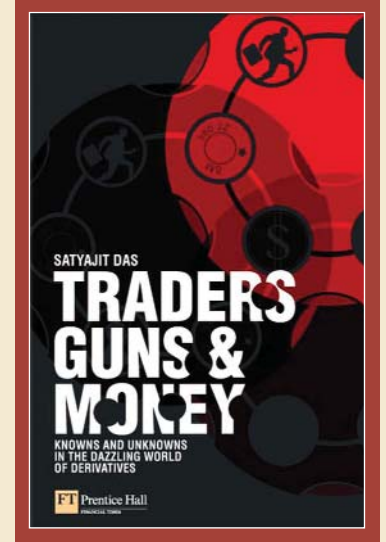
Türev Dünyasının Bilinmeyenleri

Finansal türevler konusunda uluslararası bir otorite olan Satyajit Das, bu kitapta türev dünyasının iç yüzünü tüm çarpıcılığıyla anlatıyor. Warren Buffett’in bir zamanlar “finansal kitlesel imha silahı” olarak tanımladığı türev enstrümanlar, kazandırdığı gibi inanılmaz bir hızda kaybettiriyor. Yazar, Orange County’nin hazine yetkilisinin tonlarca para kazanmışken, faiz oranlarındaki değişimle nasıl 1.5 milyar dolar kaybettiğini de anlatıyor. Espirili bir dil kullanan yazar, türev ürünlerin karmaşıklığını şöyle anlatmış:

“Günlük hayatta bir ürünün içeriği kesinkes bilinir. Bir çift ayakkabı için, ihtiyacımız varsa öyle çok zaman harcamayız. Seçimleri anlayışla karşılarız; Bağcıklı, bağciksiz, kahverengi, siyah... Kuşkusuz burada erkek ayakkabılarından söz ediyoruz. Kadın ayakkabıları biraz türev ürünlere benzer. Türev satış süreci belki biraz daha karmaşıktır.”

Türev piyasaların çapını anlamak için şu rakamlar yeterli: Türev piyasalarının halen değeri 485 trilyon dolar. Bu dünya gayrisafi milli hasılasının tam sekiz katı demek.

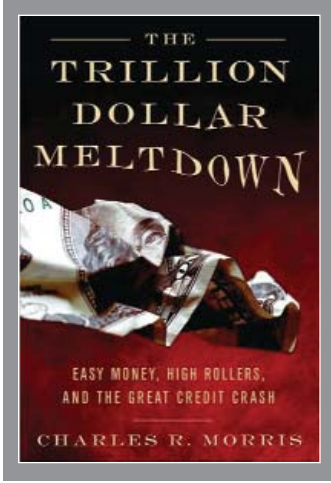
“Swap Financing” adlı başka bir kitabın yazarı olan Satyajit Das, altı yıldır Avustralya’da TNT Group’un hazine bölümünü yönetiyor. Daha önce de Commonwealth Bank of Australia, Citicorp Investment Bank ve Merrill Lynch Capital Markets’te çalıştı.



Traders, Guns & Money:
Knowns and unknowns in the dazzling world of derivatives

Satyajit Das

FT Press, Mayıs 2006, 352 s.



The Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers and The Great Crash

Charles R. Morris

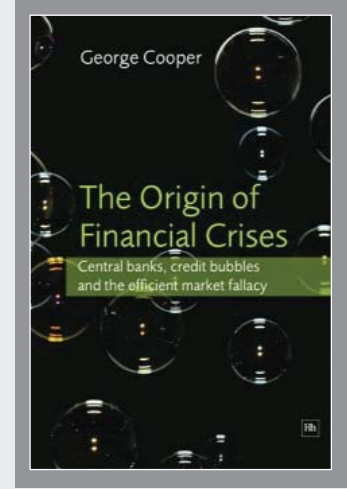
PublicAffairs, Mart 2008, 224 s.

Trilyon Dolarlık Buharlaşma

Charles R. Morris'in yazdığı "The Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers and the Great Credit Crash" son zamanlarda finans piyasalarında yaşanan kıyımı, bu noktaya nasıl geldiğini ve neler olabileceğini anlatıyor. Türev piyasalardaki trilyonlarca dolarlık enstrümanların yatırım bankalarının ve hedge fonlarının yapısını nasıl bozduğunu irdeleyen kitap, yaşanacak çöküşün ardından önceliklerin farklı olacağını ve dünya ekonomisinde yeni manzaranın neye benzeyeceğini anlatmaya çalışıyor.

The Wall Street Journal'da kitap hakkında yer alan yazıda, piyasalarda ne olduğunu, neden bu kadar kötü bir biçimde olduğunu ve işlerin düzelmesinin de epey bir zaman alacağını harika bir biçimde anlattığı ifade ediliyor. The Economist dergisi ise, "Morris'in provakatif kitabı önümüzdeki aylarda çok yüksek sesle tartışılmaya başlayacak konular için iyi niyetli bir başlangıç girişimi" ifadesini kullanırken, The New York Times Book Review, "Morris, kısa ancak parlak kitabında nasıl bir kargaşanın içine girdiğimizi anlatıyor. Onun gibi pek az yazar finansal arenayı anlaşılır kılıyor" yorumunu yaptı.

Avukat ve eski bankacı olan Charles R. Morris, şimdiye dek 10 kitap yazdı. Bunlar arasında "The Cost of Good Intentions" The New York Times tarafından 1980 yılının en iyi 10 kitabı arasında yer alırken, "The Tycoons"u da Barrons dergisi 2005 yılının en iyi kitabı seçti.



The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy

George Cooper

Harriman House, Eylül 2008, 208 s.

Krizlerin Kaynağı

"The Origin of Financial Crises", günümüzde yaşanan ekonomik krizlerin ardında yatan güçleri etrafıca analiz ediyor. Yazar George Cooper, finans piyasalarının günümüzün ekonomi ders kitaplarında tanımlanan piyasa kurallarına niçin uymadığını, bunun yerine niteliği gereği istikrarsız ve ısrarlı bir biçimde krize eğilimli olmasının nedenlerini inceliyor.

Cooper, 20. yüzyılın en çok satan ekonomi ders kitabı Paul Samuelson'un "İktisat"ından sık sık alıntılar yapıyor. Örneğin "arz talep kanunlarını" inceliyor. Ancak Cooper, tüketim mallarına değil daha karmaşık bir yapı olan sermayeye odaklandığını vurgulayarak günümüzün sorunlarını bir kaç yıl önce FED'in aşırı düşük faizli para politikasının yarattığı ani parasal büyümeye bağlıyor.

Financial Times yazarı Samuel Brittan, "kısa ve iyi yazılmış bir kitap" diye tanımladığı "The Origin of Financial Crises"ın lise düzeyinde ekonomik teori kullanarak, gizemli finans konularını irdelediğini vurguladı. Brittan, gazetede kitap hakkında yer alan makalesinde, "Cooper'ın ana fikri şu; yatırımcıların balon yaratması için irrasyonel olmaları gerekmiyor" ifadesini kullandı.

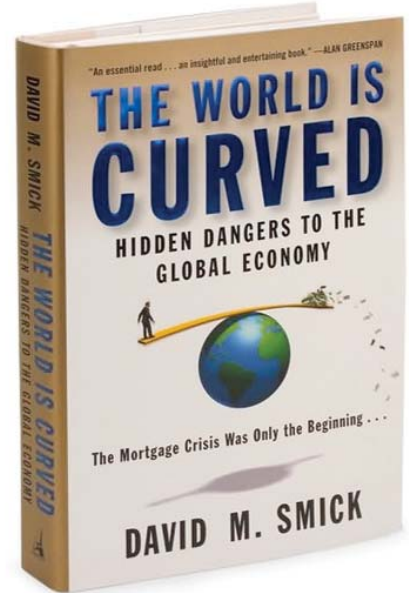
Küresel Finansın Elitleri

The World Is Curved: Hidden Dangers to the Global Economy”, okuyuculara merkez bankacılarının, maliye bakanlarının ve hatta başbakanların özel bürolarında tur attırırken, günümüzün küresel finans mekanizmasının nasıl çalıştığını ortaya koyuyor. Kitabın yazarı David Smick, ‘arka planda’ kalmayı tercih etse de, uzmanlar onun dünyanın en nitelikli finansal stratejistlerinden biri olduğunu vurguluyor. Yaklaşık 20 yıldır George Soros’tan Michael Steinhardt’a kadar Wall Street ünlülerine ve yatırımcılarına danışmanlık yapan Smick, Alan Greenspan ve Ben Bernanke gibi merkez bankacılarla da görüşmeler yapıyor.

ABD’nin eski Maliye Bakanlarından Prof. Dr. Lawrence Summers, Smick’in uluslararası finansın politikalarından ziyade siyaset ve ihtiraslara bağlı olduğunu anladığını ve bunu dünyada pek az insanın anladığını belirterek, “Smick’in bulunduğumuz ve gitmekte olduğumuz yer ile ilgili algıları çok yakın bir ilgiyi gerektiriyor” dedi. Avrupa Merkez Bankası Başkanı Jean-Claude Trichet ise, atkı sağlayıcı ve entellektüel anlamda zihin açıcı bir kitap. Günümüzün küresel finansında yükseliş ve çöküşlerin ardında yatan bir faktörü iyice şeffaflştırıyor” diye konuştu.

David Smick, herkesin aklındaki iki soruya yanıt aramaya çalışıyor: Bu kadar dalgalı bir ekonomide işler gerçekten ne kadar kötüye gidebilir? Ve bu durumda biz ne yapabiliriz? Smick’in irdelediği konular şunlar:

- Çin niçin herkesin cebi için güçlü bir tehdit?
- Japon ev kadınları ülkenin tasarruflarının kontrolünü nasıl ele geçirdi?
- Hırslı bankacılar nasıl herkesin emekliliğini riske attı?
- Merkez bankaları gelecek kriz vurduğunda niçin bizleri kurtaramayabilir?
- Ulusal Servet Fonları küresel finans gücünde nasıl bir tektonik değişimi ifade ediyor?
- Dünyamızın niçin umutsuzca günümüzün tehlikeli para okyanusuna rehberlik etmek için “büyük düşünceye” ihtiyacı var?



The World Is Curved:
Hidden Dangers to the Global
Economy

David M. Smick

Portfolio Hardcover, Eylül 2008, 272 s.

KYD ENDEKSLERİ

KYD Fon Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	531.77	0.39	2.45	2.81	19.93
	31-Tem-08	441.1	3.17	3.86	10.21	-17.05
	29-Ağu-08	437.71	0.5	0.72	2.38	-17.69
	29-Eyl-08	417.12	0.55	0.33	-4.7	-21.56
B Tipi	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	904.57	0.09	0.22	0.99	12.08
	31-Tem-08	965.46	0.04	0.26	1.11	6.73
	29-Ağu-08	975.36	0.03	0.23	1.07	7.83
	29-Eyl-08	985.44	0.1	0.23	1.03	8.94

KYD YTL Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
30 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	413.21	0.12	0.28	1.27	17.43
	31-Tem-08	452.83	0.05	0.33	1.43	9.59
	29-Ağu-08	458.84	0.04	0.31	1.38	11.04
	29-Eyl-08	465.66	0.14	0.34	1.49	12.69
91 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	535.15	0.13	0.27	1.28	18.59
	31-Tem-08	586.69	0.12	0.44	1.53	9.63
	29-Ağu-08	594.26	0.03	0.29	1.41	11.05
	29-Eyl-08	602.94	0.15	0.33	1.46	12.67
182 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	657.91	0.13	0.26	1.46	20.6
	31-Tem-08	720.69	0.18	0.56	1.97	9.54
	29-Ağu-08	730.32	0.07	0.31	1.52	11.01
	29-Eyl-08	740.91	0.15	0.33	1.45	12.62
365 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	611.07	0.05	0.14	1.48	23.36
	31-Tem-08	663.83	0.58	1.13	3.69	8.63
	29-Ağu-08	674.88	0.12	0.28	2.25	10.44
	29-Eyl-08	683.1	0.15	0.2	1.22	11.79
547 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	134.4	0.12	0.22	1.43	24.48
	31-Tem-08	144.23	0.98	1.87	5.55	7.31
	29-Ağu-08	146.38	0.19	0.19	2.49	8.91
	29-Eyl-08	147.67	0.06	-0.17	0.88	9.87
TÜM	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	575.72	0.1	0.25	1.39	22.75
	31-Tem-08	621.8	0.81	1.37	4.37	8
	29-Ağu-08	630.87	0.18	0.23	2.28	9.58
	29-Eyl-08	637.41	0.12	0.08	1.04	10.72

KYD FX DİBS Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	123.88	-0.85	0.13	0.31	4.82
	31-Tem-08	127.85	0.01	0	0.35	3.2
	29-Ağu-08	128.38	0.01	0.13	0.42	3.63
	29-Eyl-08	128.66	0.03	0.06	0.22	3.86
USD - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	87.12	-1.31	-1.63	-0.95	-14.22
	31-Tem-08	89.88	-2.42	-3.46	-5.57	3.17
	29-Ağu-08	91.68	-0.6	-0.32	-0.47	5.23
	29-Eyl-08	96.35	0.03	-0.25	5.09	10.59
EUR	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	112.69	-2.11	-2.08	-1.96	-1.61
	31-Tem-08	114.69	0.01	0.04	0.19	1.77
	29-Ağu-08	114.9	0.01	0.04	0.19	1.96
	29-Eyl-08	111.18	-3.4	-3.37	-3.24	-1.34
EUR - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	96.32	-2.35	-1.64	-3.25	-7.85
	31-Tem-08	104.37	-2.29	-3.74	-6.64	8.36
	29-Ağu-08	100.36	-0.78	-1.06	-6.05	4.19
	29-Eyl-08	101.63	-3.4	-2.78	1.27	5.51

KYD EUROBOND Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	181.1	0.02	0.15	0.54	8.81
	31-Tem-08	181.94	1.01	1.94	6.32	0.46
	29-Ağu-08	184.65	0.31	0.85	2.51	1.96
	29-Eyl-08	178.7	-0.92	-1.47	-3.22	-1.33
USD - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	127.99	-0.44	-1.6	-0.51	-10.33
	31-Tem-08	128.37	-1.45	-1.58	0.05	0.3
	29-Ağu-08	132.33	-0.29	0.41	1.59	3.39
	29-Eyl-08	134.26	-0.92	-1.76	1.46	4.9
EUR	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	147.42	0.02	-0.04	0.42	3.15
	31-Tem-08	147.4	0.71	1.69	3.46	-0.01
	29-Ağu-08	151.9	0.06	0.92	3.79	3.04
	29-Eyl-08	147.73	-0.75	-1.31	-2.75	0.21
EUR - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	146.33	-0.22	0.42	-0.95	-4.99
	31-Tem-08	154.84	-1.62	-2.2	-3.7	5.82
	29-Ağu-08	153.08	-0.74	-0.21	-2.74	4.61
	29-Eyl-08	154.6	-0.75	-1.4	0.99	5.65

KYD O/N REPO Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	233.46	0.11	0.27	1.18	15.66
	31-Tem-08	253.63	0.04	0.28	1.2	8.64
	29-Ağu-08	256.56	0.04	0.28	1.2	9.89
	29-Eyl-08	259.71	0.12	0.27	1.23	11.24
BRÜT	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	290.96	0.13	0.3	1.35	19.18
	31-Tem-08	318.44	0.05	0.34	1.38	9.44
	29-Ağu-08	322.96	0.05	0.34	1.47	11
	29-Eyl-08	327.8	0.14	0.34	1.5	12.66

Kaynak: www.tkyd.org.tr

Yatırım Fonlarında Üçüncü Çeyrek

Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi yılın ikinci çeyreğinde nette **%4,05**, reel olarak da **%3,24** oranında değer kaybetmiştir. FM A Tipi Endeksi, nette **%3,88**, reel olarak **%3,07** oranında, FM B Tipi Endeksi, nette **%3,31**, reel olarak ise **%2,51** oranında değer kazanmıştır. Sonuç olarak yatırım fonları; bağlı oldukları endeksteki enstrümanların performanslarından direkt olarak etkilenmiş ve aynı yönde hareket etmişlerdir. Bir önceki çeyrekte olduğu gibi göreceli performansları yatırımcılara avantaj sağlamıştır.

	1 Temmuz	1 Ekim	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	948,32	985,08	3,88%	3,07%
İMKB 100	33208,24	34553	4,05%	3,24%
FM B Tipi	1374,16	1419,71	3,31%	2,51%

Fonlardaki Büyüme

Aynı Dönemde A tipi fonların portföy değerinin değişmediği, B tipi fonların %1 azaldığını görebiliyoruz. Diğer taraftan fonlardaki yatırımcı sayısında ise portföy değerleri gibi değiştiğini; A tipi fonlarda yatırımcı sayısı %0,11 azaldığı, B tipi fonlarda %4'lük bir artış yaşanmıştır. Dikkat çekilen fon türü %11,3'lük düşüşle A Tipi Değişken, %1,62 artışla A Tipi Karma fonlardır. B tipi fonlarda %4,98'lik oranla Değişken Fonları popülerliğini artırmış ve ayrıca kıymetli maden fonları %4,31'lik düşüşle bir önceki dönemki gibi cazibesini az da olsa kaybetmiştir. Kıymetli Maden fonlar bir önceki çeyrekte %12 gibi bir artış yaşamıştı. Bu dönemde bağlı oldukları enstrümanlardaki gelişmeleri yatırımcıların yakından takip ettiğini belirgin olarak görebilmekteyiz. Genel olarak pazar paylarında değişim yaşanmadığını söylemek mümkünken B tipi Tahvil Bono ve Değişken fonların pazar paylarının ufak da olsa azaldığını bu çıkışın likit fonlara kaydığını gözlemleyebiliriz. Ayrıca fon türleri ve tiplerinin genel itibarıyla bağlı oldukları A Tipi ve B Tipi fon endekslerindeki değişimden arındığımız Fon Endekslerine Göre Değişim sütununda ise A tipi fonların %4,36, B Tipi fonların ise %2,39 oranında küçüldüğünü ve tüm piyasasında toplamda %6,75 oranında daraldığını gözlemlemekteyiz.

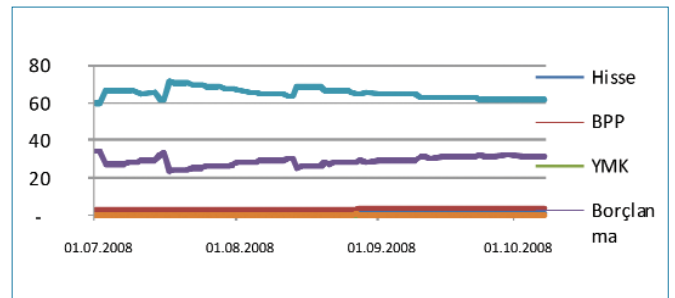
Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Fon Endekslerine göre Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
A Tipi	Değişken Fon	141,10	135,45	-4	16.424	14.567	-11,3	-7,88%	0,57	0,54
A Tipi	Endeks Fon	164,41	154,69	-6	11.613	11.537	-0,65	-9,79%	0,67	0,62
A Tipi	Fon Sepeti	2,72	2,82	4	14	11	-21,42	-0,22%	0,01	0,01
A Tipi	Hisse Fon	62,39	63,86	2	10.240	9.931	-3,01	-1,53%	0,25	0,25
A Tipi	İştirak Fon	18,31	24,19	32	3.138	3.026	-3,56	28,26%	0,07	0,09
A Tipi	Karma Fon	175,94	181,06	3	134.969	137.168	1,62	-0,98%	0,71	0,73
A Tipi	Sektör Fonu	3,19	3,20	0	430	419	-2,55	-3,79%	0,01	0,01
A Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fon	0,91	0,95	4	463	445	-3,88	0,14%	0	0
A Tipi Toplamı		568,98	566,22	0	177.291	177.104	-0,11	-4,36%	2,32	2,29
B Tipi	Değişken Fon	1.336	1.309	-2	142.631	149.741	4,98	-5,29%	5,44	5,29
B Tipi	Endeks Fon	137	141	3	1	1	0	-0,46%	0,56	0,57
B Tipi	Fon Sepeti	11	8	-21	117	101	-13,67	-24,09%	0,44	0,03
B Tipi	Karma Fon	1	1	-11	459	438	-4,57	-13,87%	0	0
B Tipi	Kıym. Maden Fonları	63	56	-11	9.176	8.780	-4,31	-14,63%	0,25	0,22
B Tipi	Likit Fon	20.750	20.995	1	2.797.902	2.915.086	4,18	-2,13%	84,64	84,88
B Tipi	Özel Fon	3	3	-6	7	6	-14,28	-9,74%	0,01	0,01
B Tipi	Tahvil ve Bono Fonu	1.633	1.645	1	110.602	113.460	2,58	-2,61%	6,66	6,65
B Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fon	10	8	-26	4.122	3.974	-3,59	-29,32%	0,04	0,03
B Tipi Toplamı		23.945	24.166	1	3.065.017	3.191.587	4,13	-2,39%	97,68	97,71
Tüm Piyasa		24.514	24.733	1	3.242.308	3.368.691	3,90	-6,759%		

* Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Temmuz, 3 Ekim dataları ile)

* KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı kısaca yatırımcı hesap sayısı)

Portföylerin Varlık Dağılımları

2008 Temmuz başından itibaren tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %62, Kamu Borçlanma %32 seviyelerinde seyretmektedir. 3 Ekim 2008 tarihinde bu oranlar Kamu Borçlanma %32, Ters Repo %62, Hisse %1, BPP %4, YMK %0,04, Diğer %0,38'dir. er %0,47'dir.



Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	01.10.2007	03.10.2008	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Fon Endekslerine Göre
A Tipi	736	566	-23,02%	-30,73%	-4,30%
B Tipi	23.727	24.166	1,85%	-8,34%	-9,50%
Toplam	24.462	24.733	1,11%	-9,02%	

Portföy değerlerini karşılaştırmak için üstteki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimlerini enflasyondan arındırdıktan sonra buldukları endeksteği değişimlerinden de arındırıyoruz. Bir yıllık sürede Fon piyasasının; A tipi ve B tipi fonların küçüldüğü görülmekle birlikte toplamda %1'lik bir artış yaşadığını ama artış enflasyon da etkisi ile birlikte yatırım fonu piyasası % 9 oranda küçülmüştür.

Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	01.10.2007	03.10.2008	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
A Tipi	1.224,55	985,08	-19,56%	-27,61%
B Tipi	1.261,48	1.419,71	12,54%	1,28%
İMKB	54.198,04	34.553,00	-36,25%	-42,63%

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloda A tipi endeksin hem negatif değişime hem de enflasyona yenildiğine; B tipinin ise daha başarılı bir performans sağlayarak nette pozitif olarak kazandırdığını görebiliyoruz. Dikkati çeken diğer bir unsur ise; A tipi ve B tipi fonların karşılaştırılabilir endekslerinin performansını geçtiklerini net olarak görülmektedir. Kısaca özetlemek gerekirse yatırım fonları enflasyon ve işlem yaptıkları piyasaların getirilerinden göreceli olarak daha iyi bir getiri sağlamışlardır.

Tip ve Tür Bazında Büyüklükler ve Değişimler

Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Toplam Değişim	İlk KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	KBSS% Değişimi	İlk Doluluk*	Son Doluluk	Doluluk% Değişimi
A Tipi	Değişken Fon	141	25%	1%	135	24%	1%	-4%	16.424	9%	1%	14.567	8%	0%	-11%	7%	7%	-2%
A Tipi	Endeks Fon	164	29%	1%	155	27%	1%	-6%	11.613	7%	0%	11.537	7%	0%	-1%	10%	11%	12%
A Tipi	Fon Sepeti	3	0%	0%	3	1%	0%	4%	14	0%	0%	11	0%	0%	-21%	7%	7%	0%
A Tipi	Hisse Fon	62	11%	0%	64	11%	0%	2%	10.240	6%	0%	9.931	6%	0%	-3%	11%	11%	-1%
A Tipi	İştirak Fon	18	3%	0%	24	4%	0%	32%	3.138	2%	0%	3.026	2%	0%	-4%	8%	8%	-1%
A Tipi	Karma Fon	176	31%	1%	181	32%	1%	3%	134.969	76%	4%	137.168	78%	4%	2%	27%	27%	0%
A Tipi	Sektör Fonu	3	1%	0%	3	1%	0%	0%	430	0%	0%	419	0%	0%	-3%	12%	12%	-5%
A Tipi	Yab. Menk.Kıym.	1	0%	0%	1	0%	0%	4%	463	0%	0%	445	0%	0%	-4%	7%	7%	1%
Tüm A Tipleri		569		2%	566		2%	0%	177.291		5%	177.104		5%	0%	11%	11%	4%
B Tipi	Değişken Fon	1.336	6%	5%	1.309	5%	5%	-2%	142.631	5%	4%	149.741	5%	4%	5%	10%	9%	-7%
B Tipi	Endeks Fon	137	1%	1%	141	1%	1%	3%	1	0%	0%	1	0%	0%	0%	0%	0%	-15%
B Tipi	Fon Sepeti	11	0%	0%	8	0%	0%	-21%	117	0%	0%	101	0%	0%	-14%	2%	2%	-18%
B Tipi	Karma Fon	1	0%	0%	1	0%	0%	-11%	459	0%	0%	438	0%	0%	-5%	15%	13%	-11%
B Tipi	Kıymetli Maden	63	0%	0%	56	0%	0%	-11%	9.176	0%	0%	8.780	0%	0%	-4%	19%	18%	-7%
B Tipi	Likit Fon	20.750	87%	85%	20.995	87%	85%	1%	2.797.902	91%	86%	2.915.086	91%	87%	4%	29%	10%	-64%
B Tipi	Özel Fon	3	0%	0%	3	0%	0%	-6%	7	0%	0%	6	0%	0%	-14%	14%	13%	-8%
B Tipi	Tahvil ve Bono	1.633	7%	7%	1.645	7%	7%	1%	110.602	4%	3%	113.460	4%	3%	3%	11%	12%	4%
B Tipi	Yab. Menk.Kıym.	10	0%	0%	8	0%	0%	-26%	4.122	0%	0%	3.974	0%	0%	-4%	10%	8%	-22%
Tüm B Tipleri		23.945		98%	24.166		98%	1%	3.065.017		95%	3.191.587		95%	4,13%	17%	10%	-40%
Tüm Piyasa		24.513,59			24.733			1%	3.242.908			3.368.691			4%	16%	10%	-37%

* Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Temmuz 3 Ekim dataları ile)

* KBSS Katılma Belgesi Sahibi Sayısı, kısaca yatırımcı hesap sayısı

Doluluk Oranı: Dolanımdaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi

2008 yılının üçüncü üç ayında fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda portföy değerleri %1 artarken yatırımcı sayıları %4 artmıştır. A tipi fonlar ve B tipi fonların Pazar payları oranlarında değişim olmamıştır. Aynı şekilde B tipi fonların yatırımcı sayılarının ise % 4,13 oranında arttığı görülebiliyor. Ek olarak tüm piyasadaki fona sahip olan yatırımcı sayısının % 4 civarında arttığını gözlemleyebiliyoruz. Belirgin olarak yatırımcı sayılarında; A tipi karma fonlardaki %2,

artış haricinde A Tipi fonların yatırımcı sayısı azalması, B tiplerinde; Tahvil ve Bono, Değişken ve Likit fonları yatırımcıların daha fazla tercih ettiğini görebiliyoruz. Sonuç olarak; Yatırım fonlarının genel profilinde değişiklik olmadığını sadece önceki dönemin popüler yatırım araçları olan kıymetli maden fonlarından ufak bir çıkış yaşandığını ve yükselen faizlerden faydalanmak için bu tür fonlara ufak girişler yaşanmıştır şeklinde özetleyebiliriz.

Fon Endeksleri ve Değişimler

2008 Ekim başı itibarıyla Fon Endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda; B Tipi Fonlara yatırım yapan yatırımcıların enflasyon karşısında avantaj sağladığını, bunda ise Likit fon ve Tahvil bono fonlarının katkısının büyük olduğunu görebiliyoruz. Diğer göze çarpan nokta ise B Tipi Tahvil Bono fonu ve Likit fonları olan yatırımcıların enflasyona karşı korunduğu gibi net olarak %11'in üzerinde reel getiri elde ettikleridir.

Not: Değişken Fon Endeksi A ve B tipi fonlardan oluşmaktadır. Fon endeksleri içindeki maksimum fon sayısı sabit olmakla birlikte dönemsel olarak azalabilmektedir, yatırımcı sayısı ve fon büyüklüklerinin birleştirilmiş sıralaması ile hesaplanmakta, düzeltilmeleri ve endekse dahil olan ve çıkan ayrımı yapılmaktadır. Tablodaki Fonmarket endeksleri ile ilgili tüm bilgileri ve nasıl hesaplandığını ayrıntılı olarak www.fonmarket.com adresinden inceleyebilirsiniz.

Endeks	Fon Sayısı	01.10.2007 Değeri	03.10.2008 Değeri	%Değişim	Rel artış Tüfe'ye göre
A Tipi Fonlar Endeksi	50	1.224,55	985,08	-19,56	-17,70
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1.261,48	1.419,71	12,54	11,19
Likit Fon Endeksi	15	1.254,96	1.410,74	12,41	11,07
Endeks Fon Endeksi	10	474,85	324,34	-31,70	-28,62
Hisse Fon Endeksi	10	964,30	736,19	-23,66	-21,39
Karma Fon Endeksi	15	1.393,22	1.299,95	-6,99	-6,12
İştirak Fon Endeksi	2	1.341,82	884,64	-34,07	-30,76
Sektör Fonu Endeksi	2	1.267,24	807,90	-36,25	-32,72
Yabancı Men. K. Fon Endeksi	4	292,37	293,71	0,46	-0,31
Değişken Fon Endeksi	25	1.269,92	1.422,44	12,01	10,71
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1.305,21	1.487,75	13,99	12,49
Özel Fon Endeksi	1	1.133,63	951,02	-16,11	-14,60
FM 30 Endeksi	30	1.158,49	1.296,58	11,92	10,63
FM 50 Endeksi	50	1.138,24	1.273,10	11,85	10,56

FON MARKET

www.fonmarket.com

Yatırım ve Emeklilik Fonları Hakkında Bilmek İstedığınız Her şey

Portföy Yöneticileri*, Kurum Çalışanları* ve Yatırımcıların ihtiyaçlarına göre ayrı ayrı hazırlanmış analizler

Site üyeliği ücretsizdir

* Lütfen kurum e-mailinizle üye olunuz

Emeklilik Fonlarında Üçüncü Çeyrek

Değer Artışları

Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Değer Artışı	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Büyüme Amaçlı Fonlar	402	458	14%	581.437	594.197	2%	12%	7,79	7,89
Diğer Fonlar	859	934	9%	894.558	898.829	0%	8%	16,66	16,11
Gelir Amaçlı Fonlar	3.152	3.487	11%	2.137.402	2.184.403	2%	8%	61,13	60,16
İhtisaslaşmış Fonlar	16	19	16%	13.673	13.338	-2%	18%	0,31	0,32
Para Piyasası Fonları	727	898	23%	1.157.140	1.238.465	7%	16%	14,09	15,48
Tüm Piyasa	5.156	5.795	12%	4.784.210	4.929.232	3%	9%		

* Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Temmuz 3 Ekim dataları ile)

* KBSS Katılma Belgesi Sahibi Sayısı kısaca yatırımcı hesap sayısı. Kaç bireyin emeklilik planı olduğunu göstermez

Emeklilik fonlarının 2008 yılı ikinci üç aylık süresinde portföy değerlerinin % 7 arttığını yanı sıra yatırımcı sayılarının da % 4 oranda arttığını görebiliyoruz. Değer artışını hesapladığımızda ise; yönetilen büyüklükteki artışın sisteme katılan yeni yatırımcılar sayesinde gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Sonuçta emeklilik fon pazarının büyümesi %3 civarında gerçekleşmiştir. Diğer bir konu ise bu dö-

nemde yatırımcıların tercihlerinin değişip değişmediği; Büyüme amaçlı fonlar ve ihtisaslaşmış fonlar ufak düşüşle pazardaki paylarını korumuşlardır. Aslında pazarda plan sahiplerinin fon bileşenlerinde değişiklik yaptıklarını söylemek oldukça zor olmakla birlikte Para piyasası fonlarını tercih eden yatırımcılar bu dönemde toplam içindeki paylarını arttırmış görünmektedirler.

Fonlarda Büyüme ve Enflasyon

Fon Türleri	01.10.2007	03.10.2008	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	399	458	15%	3%
Diğer Fonlar	753	934	24%	12%
Gelir Amaçlı Fonlar	2.461	3.487	42%	28%
İhtisaslaşmış Fonlar	21	19	-11%	-20%
Para Piyasası Fonları	475	898	89%	70%
Toplam	4.109	5.765	41%	27%

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz.

Bir yıllık sürede fon piyasasının; ihtisaslaşmış fonların negatif getirisine rağmen tüm piyasanın %42'lik artışından enflasyonu düşünce yinede net olarak %28 büyüdüğünü söyleyebiliriz. Büyümenin yeni katılımcılar sayesinde arttığını yukarıdaki tabloda özetlemekle birlikte ihtisaslaşmış fonlar haricindeki fon türlerinin mutlak olarak enflasyon karşısında da yenilmediğini görebiliyoruz.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2008'in ikinci üç aylık dönemindeki tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %68, Repo %16, Hisse %9 seviyelerinde seyretmektedir. 1 Temmuz 2008 tarihinde bu oranlar Kamu Borçlanma %67, Ters Repo %18, Hisse % 8.82, BPP %0.21, YMK %0.52, Diğer % 6.'dır.

