

Sevgili Okurlar,

TKYD olarak Kolektif Yatırım Araçları Endüstrimizin tüm taraflarının bir araya geldiği beşinci sektör toplantımızı bu yıl 2-3 Haziran'da Çeşme'de gerçekleştirdik. Endüstrimizin mevcut durumu ve beklentiler, kamu otoritelerimizin de değerlendirmeleri ile verimli bir çalışma ortamında ele alındı.

Önceki sektör toplantısında oluşturulan yol haritasından hareketle sektörde gelinen nokta, temel sorun ve eksiklikler, yapılan yeni düzenlemeler ve benzer ülke örnekleri ile ileriye dönük yapılacaklar Mevzuat, Vergi Politikaları, Dağıtım Kanalları ile Sigorta/Emeklilik Şirketleri ve Vakıflar başlığı altında düzenlenen panellerde ortaya konuldu.

Dergimiz içeriğinde sektör toplantımıza, görüşülen konularla ilgili detaylı bilgileri bulabileceğiniz geniş bir yer ayırdık.

Bu sayımızda konuğumuz TSPAKB'nin yeni başkanı Sayın Attila Köksal. Öncelikle kendisine yeni görevinde başarılar diliyoruz. Önümüzdeki dönemde birçok ortak çalışmayı birlikte hayata geçirmeyi umuyoruz. Sayın Köksal'ın bizim de uzun zamandır dile getirdiğimiz sektör sorunlarından bahsediyor olması memnunluk verici. Önümüzdeki dönemde birçok yeni düzenleme ile sermaye piyasalarımızın daha da derinlik kazanacağına inanıyoruz.

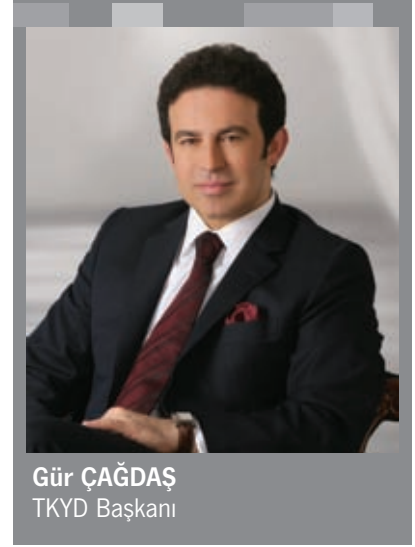
'Halka Arz Seferberliği', dergimizin bu sayısında kapak konumuzu oluşturdu. Dosyamızda, kurumsal yatırımcıların gözüyle halka arzları teknik yönleriyle de değerlendiren çalışmalar bulacaksınız.

'Fon Yöneticileri Üçüncü Çeyrek Beklenti Anketi' önümüzdeki üç aylık dönemde fon yöneticilerinin kararlarını verirken en çok cari açık verilerini göz önüne alacağını gösterdi. Ekonomist görüşü sayfalarımızı da cari açık konusuna ayırdık.

Ürün sayfamızda Gayrimenkul Sertifikaları'nı tüm yönleriyle inceleyen bir makale, Araştırma bölümünde Yunanistan ekonomisinin sorunları, nedenleri ve çözüm yollarını irdeleyen bir çalışma yer alıyor. Ayrıca, Generali Fund Management Başkanı Gian Luigi Costanzo'nun "The contribution of the asset management industry to long-term growth" başlıklı makalesinin bir bölümünün Türkçe tercümesini de OECD izniyle yayınlıyoruz.

Hepinize keyifli okumalar diliyorum.

Gür Çağdaş
TKYD Yönetim Kurulu Başkanı



Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Başkanı

Bu sayımızda konuğumuz TSPAKB'nin yeni başkanı Sayın Attila Köksal. Öncelikle kendisine yeni görevinde başarılar diliyoruz. Önümüzdeki dönemde birçok ortak çalışma ve yeni düzenlemelerle sermaye piyasamızın daha derinlik kazanacağına inanıyorum.

kurumsal
yatırımcı

**Türkiye Kurumsal Yatırımcı
Yöneticileri Derneği**
adına İmtiyaz Sahibi
Gür Çağdaş

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü
Tülin Özaydın

Editör
Güzin Övünç

Yayın Kurulu
Halim Çun
Dr. Alp Keler
Arif Tepe
Dr. Engin Kurun
Cenk Aksoy
Mehmet Ali Ersarı
Mehmet Horasanlı
Tayfun Oral

Danışma Kurulu
Cem Yalcinkaya
Didem Gordon
Dr. Gürman Tevfik
Fatih Arabacıoğlu
Gülsevin Yılmaz
Hasan Güzelöz
Hüseyin Ergin
Namık Aksel
Ömer Yenidoğan
Özgür Güneri

Reklam Müdürü
Selin Sözer

Yayın Türü
Yaygın, süreli
Kurumsal Yatırımcı TKYD'nin üç ayda bir
yayınlanan sektörel yayın organıdır.

Yönetim Adresi
**Türkiye Kurumsal Yatırımcı
Yöneticileri Derneği - TKYD**
İş Kuleleri Kule:2 Kat:8
4. Levent 34330 İSTANBUL
Tel: 0212-279 03 99
Faks: 0212-279 07 44
info@tkyd.org.tr
www.tkyd.org.tr

**Grafik Tasarım
ve Baskıya hazırlık**
İtalik Ajans
Tel: 0212-321 21 71

Çeviri
Contentus Yazı İşleri
Tel: 0216 - 330 44 68
www.bonuscontentus.com

Baskı
Portakal Basım Matbaacılık San. Tic. Ltd. Şti.
Tel: 0212 332 28 01

TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi, TKYD tarafından yatırımcıların bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu dergide yer alan her türlü haber, bilgi ve yorumlar; güvenilir olduğuna inanılan Kaynaklar tarafından hazırlanmış araştırma raporları, değerlendirmeler, atıflar, çeviriler ve istatistikî verilerden derlenmiştir. Dergide yer alan tüm yazılar ve içeriklerinden yazarları sorumludur. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi sorumlu değildir. Dergide yer alan yazılar izin alınmadan ve kaynak gösterilmeden hiçbir şekilde kullanılamaz.

içindekiler

4 SEKTÖRDEN HABERLER

8 KONUK
Türkiye Sermaye Piyasası Yeniden Şekilleniyor!
K. Attila KÖKSAL / TSPAKB BAŞKANI

12 TKYD'DEN HABERLER
**TKYD Sektör Toplantısı ile endüstrimizin tüm taraflarını
bir araya getirdi**

18 KAPAK - HALKA ARZ
TÜRKİYE DEĞERLERİNİ SERMAYE
PIYASASINA KAZANDIRMA ÇABASINDA

19 Halka Arz Seferberliği
Kudret Vurgun / İMKB Kotasyon Müdürü
Dr. Eralp Polat / Müdür / İMKB Uluslararası İlişkiler Müdürlüğü

22 Halka Arzlarda Fiyat Tespit Yöntemleri
Dr. Buğra Baban / Kurumsal Finansman Grup Müdürü
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

24 Kurumsal Yatırımcılar Nasıl Hisse Senedi Seçer?
Gökhan Bilen / A Tipi ve Karma Fonlar Bölüm Başkanı
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

25 TKYD ANKET
FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ
3. ÇEYREK / 2011

Fon Yöneticilerinin Gözü Cari Açıkta
Perakende Sektörüne İlgisi Artıyor

28 EKONOMİST

'Cari açıktan endişe etmeyi bırakıp onunla yaşamayı nasıl öğrendim?'

Haluk Bürümcekçi / BaşEkonomist
EFG Istanbul Equities Menkul Değerler A.Ş.

32 FON YÖNETİMİ

AKBANK T.A.Ş. B Tipi Birleşik Erntia Fon Sepeti Fonu

Özgür Demiral / CFA
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

Gedik Yatırım A.Ş. B Tipi G-20 Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu

Birhan Akın / Portföy Yöneticisi
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.

36 ÜRÜN: GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI

YENİ ŞEHİRLEŞME VE KENTSEL DÖNÜŞÜM PROJELERİNİN SERMAYE PİYASASI YOLUYLA FİNANSMANI: GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI

Kudret Vurgun
İMKB Kotasyon Müdürü



40 ARAŞTIRMA

'Yunanistan kaynaklı Euro' krizi mi?
'Euro kaynaklı bir Yunanistan' krizi mi?

Şant Manukyan / Global Stratejist
İŞ Yatırım Uluslararası Piyasalar Müdürlüğü

43 FON DÜNYASI

Derleyen: **Halim Çun / Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü**

- Ünlü hedge fon yöneticisi John Paulson, Sino-Forest yatırımından 720 milyon dolar kaybetti
- Fidelity' de fon yönetim ücretinde yapılandırma arayışı
- YieldPlus: Zirveden İflasa
- Morningstar'dan ileriye yönelik yeni bir fon rating sistemi

47 MAKALE

Varlık yönetimi sektörünün uzun vadeli büyümeye katkısı

Gian Luigi Costanzo



50 YATIRIMCI KİTAPLIĞI

52 EFAMA

UCITS Pazarında Trendler

54

SEKTÖR VERİLERİ
YATIRIM FONLARI ANALİZ

56

SEKTÖR VERİLERİ
KORUMALI FONLAR

57

KYD ENDEKSLERİ

58

SEKTÖR VERİLERİ

62

KURUMSAL YATIRIMCI
IN ENGLISH



SEKTÖRDEN HABERLER

YENİ KURULAN YATIRIM FONLARI

- Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 75 milyon TL başlangıç tutarlı "Polsan Portföy Halk Yatırım B Tipi Değişken Fonu" ve 300 milyon TL başlangıç tutarlı B Tipi Şemsiye Fonu
- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin iki milyar TL başlangıç tutarlı "A Tipi Şemsiye Fonu" ve 10 milyar TL başlangıç tutarlı "B Tipi Şemsiye Fonu"
- Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin iki milyar TL başlangıç tutarlı "A Tipi Şemsiye Fonu" ve beş milyar TL başlangıç tutarlı "B Tipi Şemsiye Fonu"
- T. İş Bankası A.Ş.'nin iki milyar TL başlangıç tutarlı "Türkiye İş Bankası A.Ş. İş Portföy B Tipi Şemsiye Fonu"
- Kare Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 50 milyon TL başlangıç tutarlı "Kare Yatırım Menkul Değerler A.Ş."

Küresel Fırsatlar Serbest Yatırım Fonu"

- Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin 10 milyon TL başlangıç tutarlı "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Kısa Vadeli Tahvil ve Bono Fonu"
- Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'nin her biri bir milyar TL başlangıç tutarlı "Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Karma Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu (TL)" ve "Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Dinamik Esnek Emeklilik Yatırım Fonu"
- Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin her biri 100 Milyon TL başlangıç tutarlı "Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gruplara Yönelik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu" ve "Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gruplara Yönelik Esnek Emeklilik Yatırım Fonu"

- Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 200 milyon TL başlangıç tutarlı "Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Merchants Capital Serbest Yatırım Fonu"
- Denizbank A.Ş.'nin 50 milyon TL başlangıç tutarlı Denizbank A.Ş. B Tipi Afili Bankacılık Değişken Fonu
- ING Bank A.Ş.'nin, her biri 500 milyon TL başlangıç tutarlı ING Bank A.Ş. Servet Yönetimi B Tipi Değişken Esnek Yatırım Fonu ile ING Bank A.Ş. Servet Yönetimi A Tipi Değişken Denge Yatırım Fonu
- Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş.'nin her biri 10 Milyar TL başlangıç tutarlı "Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Karma Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu", "Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Para Piyasası Likit Karma Emeklilik Yatırım Fonu", "Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu", "Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu" ve "Axa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu"

SPK KAYDINA ALINAN TAHVİL / VARANT İHRAÇLARI

- Aktif Yatırım Bankası A.Ş. bir milyar TL'ye kadar tahvil/banka bonusu ihracı
- Denizbank A.Ş. iki milyar TL'ye kadar tahvil/banka bonusu ihracı
- Finansbank A.Ş. 750 milyon ABD Doları tahvil ihracı
- Koç Fiat Kredi Tüketici Finansmanı A.Ş. 100 milyon TL tahvil ihracı
- Pamuk Factoring A.Ş. 50 milyon TL tahvil ihracı
- Creditwest Factoring Hizmetleri A.Ş. 50 milyon TL tahvil ihracı
- Denizbank A.Ş. 750 milyon dolar tahvil ihracı
- Demirer Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. beş milyon euro tahvil ihracı
- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. 3.5 milyar TL'ye kadar tahvil/banka bonusu ihracı
- Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bir milyar ABD Doları tahvil ihracı
- Kapital Factoring Hizmetleri A.Ş. 50 milyon TL tahvil ihracı
- Şekerbank T.A.Ş.'nin 800 milyon TL VTMK (Varlık Teminatlı Menkul Kıymet) ihracı
- Finansbank A.Ş.'nin bir milyar TL banka bonusu ihracı
- Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin 900 milyon TL tahvil/banka bonusu ihracı

SPK'NIN ONAYLADIĞI YENİ ŞİRKET, HİSSE DEVRİ/SATIŞI, SERMAYE ARTIŞLARI

- İş Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 30 milyon TL olan ödenmiş sermayesinin tamamı olağanüstü yedeklerden karşılanmak suretiyle 45 milyon TL'ye yükseltilmesi amacıyla esas sözleşmesinin "Sermaye" başlıklı 9. maddesinin tadil edilmesi talebi olumlu karşılandı.
- Egeli&Co Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin "Egeli&Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş." unvanlı bir girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşümüne ilişkin esas sözleşme tadilinin uygun görülmesi talebi olumlu karşılanırken, portföyünü Kurul karar tarihinden itibaren en geç bir yıl içinde Seri: VI, No: 15 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde yer alan yatırım sınırlamalarına uygun hale getirilmesi için süre verildi.
- Osmanlı Portföy Yönetimi A.Ş.'ye faaliyet izni ile portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesine ilişkin talep olumlu karşılandı.
- Polsan Portföy Yönetimi A.Ş.'nin sermayesinin 600.000 TL'den 1.2 milyon TL'ye çıkarılması nedeniyle esas sözleşmesinin sermayeye ilişkin 9. maddesinin tadil edilmesine ilişkin talep olumlu karşılandı.
- Fokus Portföy Yönetimi A.Ş.'ye faaliyet izni ile portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı yetki belgelerinin verilmesine karar verildi.
- Ergo Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, Ergo Sigorta A.Ş.'ne ait olan %86,77'lik hissesinin Ergo Grubu Holding A.Ş.'ne, Ergo Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ne ait olan %13,23'lük hissesinin Ergo Grubu Holding A.Ş.'ne, %0,000001'lik hissesinin Ergo Bilişim Teknolojisi Ltd. Şti.'ne devredilmesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- Türkiye Halk Bankası A.Ş., Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş., Halk Sigorta A.Ş. ve Osman Arslan tarafından beş milyon TL ödenmiş sermayeli Halk Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşuna ilişkin esas sözleşmenin uygun görülmesi talebi olumlu karşılandı.
- Ata Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, bir milyon TL olan ödenmiş sermayesinin, 1.7 milyon TL'ye yükseltilmesi amacıyla "Sermaye" başlıklı esas sözleşmesi-

nin 9. maddesinin tadil edilmesi talebi olumlu karşılandı.

- Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin menkul kıymetler yatırım ortaklığı statüsünden çıkarılması başvurusuna ilişkin olarak;
 - Yatırım ortaklığı statüsünden çıkma hususunda yapılacak esas sözleşme değişikliklerinin genel kurul ve imtiyazlı pay sahipleri genel kurulunda onaylanması halinde, genel kurul toplantısına katılan ve olumlu oy veren ortaklar dışındaki ortakların paylarının, Şirket'te imtiyazlı payların tamamına sahip olan Namık Kemal Gökalp tarafından, genel kurul toplantısından önce kamuya en son açıklanan portföy tablosunda yer alan pay başına net aktif değerden satın alınacağına ilişkin taahhütnamenin Kurulumuza iletilmesi dikkate alınarak olumlu karşılanmasına,
 - Şirket esas sözleşmesinin menkul kıymetler yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirilmesine yönelik esas sözleşme değişikliklerinin olumlu karşılanmasına karar verildi.
- Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu B Tipi Tahvil ve Bono (Euro Eurobond) Fonu'nun B Tipi Global Emtia Fon Sepeti Fonu'na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin, ortaklarından Compagnie Financiere De Camondo ve Seda Birdal'ın sahip oldukları ortaklık paylarınının 09.05.2011 tarihinde yapılan hisse alım/satım sözleşmesi kapsamında Namık Kemal Gökalp'e satış yolu ile devredilmesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- Tacirler Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşuna ilişkin esas sözleşmenin uygun görülmesi talebi olumlu karşılandı.
- Sardes Portföy Yönetimi A.Ş.'nin faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

KURUMLARDAN HABERLER

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Tahvil ve Bono Piyasası'nın 20. kuruluş yılını, sermaye piyasası kurumlarının yetkilileri, Piyasa ilgilileri ve çalışanları ile birlikte kutladı.

Borsa dışı ağırlıklı olan sabit getirili menkul kıymet işlemlerinin organize piyasaya çekilmesini sağlamak üzere, 17 Haziran 1991 tarihinde faaliyete başlayan İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın 20. yılı bir etkinliklerle kutlandı.

- İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın faaliyete geçtiği 1991 yılında toplam işlem hacmi 312 milyon ABD doları iken, 2010 yılında bu rakam 2,3 trilyon ABD Doları'na ulaştı.
- Piyasa'nın faaliyete geçtiği ilk yıllarda, sabit getirili menkul kıymet işlemlerinde tezgahüstü piyasanın payı %90, İMKB'nin payı %10 iken; yıllar içinde işlemlerin sürekli artan oranlarda Piyasa'da gerçekleşmesiyle bugün tezgahüstü işlemlerin payı %17'ye gerileyerek İMKB'nin payı %83'e ulaştı.
- 2010 yılında ülkemizin en büyük piyasası, dünyanın da 8'inci büyük organize sabit getirili menkul kıymetler piyasası ve ayrıca dünyanın en büyük organize repo pazarlarından biri haline gelen İMKB Tahvil ve Bono Piyasası, kriz sonrasında borsa dışı işlemlerin organize piyasalara kaydırılmasına yönelik girişimler bağlamında uluslararası toplantılarda ele alınan bir başarı örneği haline geldi.

Denizbank, Deniz Emeklilik ve Hayat A.Ş.'de sahip olduğu yüzde 99,86 oranındaki hisselerini, American Life Hayat Sigorta A.Ş.'ye (MetLife) satılmasına ilişkin Hisse Alım Satım Sözleşmesi imzalanmasına karar verildiğini duyurdu.

HSBC Portföy Yönetimi A.Ş., Allianz Bireysel Emeklilik Fonlarını yönetecek. 1 Temmuz itibarıyla gerçekleşecek olan devir işleminden sonra Allianz Bireysel Emeklilik Sistemi katılımcılarının fon dağılım oranları, sözleşmelerine ilişkin herhangi bir değişiklik talebinde bulunmalarına gerek olmadan devam edecek. Değişiklikten dolayı fonların yatırım stratejilerinde herhangi bir değişiklik yapılmayacak, katılımcıların fon dağılım oranlarını değiştirme hakları da aynen saklı kalacak. Bu süreçte katılımcıların mevcut hak ve birikimlerinde herhangi bir kayıp olmayacak. Ayrıca fonların fon işletim gider kesintisi oranında da herhangi bir değişiklik olmayacak.

Bu sayfalarda yer almasını istediğiniz haber ve duyuruları info@tkyd.org.tr adresine gönderebilirsiniz.

MEVZUAT

- İMKB, 01.07.2011 tarihinden itibaren İMKB Temettü Endeksi ve İMKB Temettü 25 Endeksi hesaplama-ya başladı. "İMKB Hisse Senedi Endeksleri Temel Kuralları" yeni oluşturulan temettü endekslerine ilişkin kuralları da içerecek şekilde yeniden düzenlendi.

İMKB Temettü Endeksi;

Son üç yıllık mali tablolarında kar bulunan, bu dönemlere ilişkim olarak nakit temettü dağıtmış ve en son açıklanan mali tablolarından geriye doğru 12 aylık dönemde karı olan şirketlerden oluşuyor.

İMKB Temettü 25 Endeksi;

İMKB Temettü endeksinde yer alan hisse senetlerinin arasından seçilen, değerlendirme günü itibariyle temettü verimlerinin büyükten küçüğe doğru sıralamasında ilk 2/3'lük dilimde yer alan ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri en büyük 25 hisse senedinden oluşuyor.

- **Sermaye Piyasası Kurulu'nun** Seri: I, No:40 "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"nde değişiklik yapan Seri:I No:43 "Payların Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ", 10 Haziran 2011 tarihli ve 27960 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi.

Getirilen yeni düzenlemeler şöyle:

1) Kurul kaydında olan ancak Borsa'da işlem görmeyen payların Borsa'da satışına ilişkin esasların düzenlendiği Tebliğ'in 8'inci maddesinin başlığı, "Payların Borsada işlem gören niteliğe dönüştürülerek Borsada satışa konu olabilmesi için yapılacak işlemler" şeklinde değiştirilerek, aynı maddede yapılan değişiklikler ile;

- Payları Gelişen İşletmeler Piyasası'nda (GİP) işlem gören ortaklıklar madde kapsamına dahil edildi. Böylece, GİP listesinde bulunan paylar Borsada işlem gören niteliğe çevrilebilecek. GİP listesinde bulunmayan paylar ise Borsada işlem gören niteliğe çevrilemeyecek.

- Borsa'nın ilgili pazarında gerçekleştirilen tahsisli pay satışları "satışın duyurulmasından itibaren üç iş gününden sonra satılabilme" uygulamasına tabi hale geldi.

- Borsa'nın ilgili pazarında gerçekleşen toptan satışa konu payların Borsa'da işlem gören niteliğe dönüştürülmek istenmesi durumunda, söz konusu paylar bu madde kapsamında ve toptan satışın gerçekleştiği tarihte Borsa'da işlem gören niteliğe dönüşecek.

2) Tebliğ'in tahsisli satış esaslarını düzenleyen 13'üncü maddesinde yapılan değişiklikler ile, payları Borsa'da işlem gören ortaklıklar ile payları GİP'te işlem görecektir ortaklıkların sermaye artırımını suretiyle tahsisli olarak gerçekleştirecekleri pay satışlarında, söz konusu paylar ortaklığın isteğine bağlı olarak Borsa'da işlem gören veya görmeyen nitelikte oluşturulabilecek ve bu kapsamda alınan payların, Borsa'nın ilgili diğer pazarlarında satılabilmesi için Tebliğ'in 8'inci maddesi kapsamında Borsa'da işlem gören niteliğe dönüştürülmesi gerekecek.

3) Tebliğ'in izahnamenin tescil ve ilanını düzenleyen 17'nci maddesinde yapılan değişiklik ile "taslak izahname" ibaresinden "taslak" ifadesi çıkarılmış ve bu izahnamenin ilanı için belirlenen iki günlük süre beş güne uzatıldı.

- **25.02.2011 tarih ve 27857 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 6111 No'lu "Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması** İle Sosyal Sigortalar Ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu ve Diğer Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnemelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun'un 155 inci maddesi ile yapılan değişiklikle 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda; "Döviz, mal, kıymetli maden veya Kurulca belirlenecek diğer varlıkların kaldıraçlı alım satımı, alım satımına aracılık ve bu işlemlere yönelik hizmetlerin yerine getirilmesi" sermaye piyasası faaliyeti olarak düzenlenmişti. Kanun'un yürürlük maddesi ile söz konusu hükmün "Kanun'un yayımını izleyen altıncı ayın sonunda" yürürlüğe gireceği hükme bağlanmıştı.

Anılan hüküm çerçevesinde, kaldıraçlı alım satım işlemlerine ilişkin olarak 25 Ağustos 2011 tarihinden sonra gerçekleştirilen işlemlere ilişkin şikâyetler ile konuyla ilgili diğer görüş, öneri ve talepler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından değerlendirilmeye alınabilecek.



Türkiye Sermaye Piyasası Yeniden Şekilleniyor!

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin yeni Başkanı Attila Köksal, sermaye piyasamız ile ilgili görüşleri ve TSPAKB'nin yeni dönemdeki öncelikli hedeflerini Kurumsal Yatırımcı için kaleme aldı.

Bu yazıda sizlere Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği olarak sermaye piyasamızı geliştirmek için yaptığımız çalışmalarını anlatmak istiyorum. Öncelikle belirtmeliyim ki, yazıdaki yorumlar TSPAKB'nin değil, benim şahsi yorumlarımdır.

Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu 30 yıl önce kurulmuş, İMKB 25 yaşına geçtiğimiz yıl içinde girmiştir. Ben sermaye piyasamızı çocukluğu boyunca baskı altında büyümüş bir gence benzetiyorum. Uzun yıllar süren yüksek enflasyon ortamı, yüksek kamu iç borçlanma yükünün neden olduğu aşırı yüksek reel faizler, sürekli zayıf koalisyon hükümetleri tarafından yönetilmenin yarattığı istikrarsızlık ve politik belirsizlik ortamı, ülkemizde ve bize benzer ülkelerde yaşanan 2001 krizi, Körfez krizi, Rusya krizi, Asya krizi gibi gelişmekte olan ülkelerden sermaye kaçışına neden olan dev krizler, sermaye piyasamızın gelişmesinin önünde önemli engeller oluşturmuş ve bizlere gerçek anlamda yatırım bankacılığı ve fon yöneticiliği yapma fırsatı vermemiştir.

Ancak günümüzde bu engeller ortadan kalkmıştır. Kamu borçlanma gereğinin piyasalar üzerindeki ağırlığının azaldığı, şirketlerimizin hızlı büyüdüğü, bankacılık sistemimizin güçlü olduğu, enflasyon, reel ve nominal faizlerin tarihi düşük seviyelere geldiği, politik istikrarın yerleştiği, yabancı yatırımcıların ilgisinin en üst seviyede olduğu bir Türkiye'de yaşıyoruz artık. Türkiye Sermaye Piyasası'nın orta vadeli yeni bir hamleye başlaması için artık tüm şartlar uygundur.

Türkiye gibi bir trilyon TL gayrisafi milli hasılası olan bir ülkede sadece bir kaç yüz bin hisse senedi yatırımcısının bulunması, bu büyüklükteki bir ekonomide 400 civarında şirketin halka açık olması, şirketle-



K. Attila KÖKSAL
TSPAKB BAŞKANI

rin sermaye piyasasından borçlanamaları, gelişmiş bir varlık yönetimi sektörümüzün olmaması kabul edilebilir bir durum değildir. Bu durumu değiştirmek ve Türkiye Sermaye Piyasası'nı layık olduğu düzeye getirmek için tüm sektör katılımcıları olarak el ele verip var gücümüzle çalışmalıyız.

Ancak bu aşamada geçmişle yüzleşmeli ve yapılan hatalardan dersler çıkarmalıyız. Aşağıda önemli sektör katılımcılarının geçmişte yaptıkları bazı önemli hataları listelemeye çalışacağım. Burada amaç kişi ve kurumları karalamak değil, bu tür hataların yeniden yapılmaması gerektiğini hatırlatmaktır.

Aracı Kurumlar: Aracı kurumlarımız geçmişte tüm yapılanmalarını hisse senedi alım-satımına aracılık üzerine kurmuşlar, sektörün asıl katma değer yaratan portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı, kurumsal finansman, araştırma gibi alanlarına (birkaçı hariç) sermaye yapısı güçlü büyük aracı kurumlarımız dahi yeterince ilgi göstermemişlerdir. Her kurumun rahatlıkla sunabileceği basit bir ürüne odaklanan aracı kurumlarımız yoğun bir komisyon rekabeti içine girmişlerdir. Sadece al-sat odaklı çalışmanın sonucu olarak yatırımcılar hisse senedi yatırımların-

dan genelde zarar etmişlerdir. Bunun sonucu olarak geçtiğimiz 25 yıl boyunca en çok kazandıran borsalar arasında olan İMKB'den yerli yatırımcılarımız soğumuş, burayı bir kumar yeri olarak görmeye başlamışlardır.

Aracı kurumlarımız özellikle manipülatif işlemlerin önlemleri konusunda elbirliği içinde hareket edememişler ve sayıları gerçekte oldukça az olan manipülatörleri sistem dışına atmayı başaramamışlardır. Bu kişilerin yaptıkları manipülatif işlemlerin payı tüm işlem hacmi içinde çok küçük bir oran olmasına rağmen, bu işlemlerin basındaki abartılı yansımaları sektörümüze ve aracı kurumlarımızın imajına çok büyük zarar vermiştir.

Aracı kurumlarımızın önemli hatalarından biri de, sektördeki eğitim seviyesini yükseltmeyi öncelikler arasına almamak olmuştur. Birlik kayıtlarımıza göre, Türkiye'deki aracı kuruluşlardaki personelin büyük bir kısmı satış ve operasyon birimlerinde çalışmakta olup, kurumsal finansman, araştırma, hazine ve portföy yönetimi alanlarında çalışan kadrolar toplamın %10'undan azdır. Araştırma uzmanlarının sayısı 200 civarındadır. Portföy yönetimi uzmanlarının sayısı ise 100 kişiden az olup, bu ilerde hızlı büyümesi bek-



lenen yatırım danışmanlığı/portföy yönetimi sektörünün temellerinin denli zayıf olduğunun göstergesidir. Kurumsal Finansman uzmanlarının sayısı 50'yi bulmaz.

Yıllardır bu sektörde çalışan birisi olarak üzülerek belirtmeliyim ki, sektörel dayanışmamız çok düşük bir seviyededir. Sektörün makro anlamda gelişmesi için sürekli çaba sarf eden kişilerin sayısı yeterli olmaktan çok uzaktır.

Portföy Yöneticileri: Portföy yönetimi hem aracı kurumlar hem de portföy yönetim şirketleri tarafından yapıldığı için yukarıdaki eleştirilerimin bazıları, özellikle eğitim ve dayanışma ile ilgili olanları bu keşim için de geçerlidir.

Bence portföy yönetimi sektörünün en büyük hatası, uzun yıllar boyunca yatırımcı açısından hiç bir katma değeri olmayan ve gereğinden çok daha yüksek komisyonlar tahsil ettikleri B-tipi likit fonların üzerine sektörü inşa etmeye çalışmaları olmuştur. Yatırımcılara hisse senedi yatırımlarını "öğretmesi" ve uzun vadeli yatırımları özendirilmesi gereken bu sektör, maalesef bu görevi yeri-

ne getirememiştir.

Sektör Ankara'ya kurumsal yatırımcı tabanının gelişmesinin önemini anlatmakta başarılı olamamış ve TKYD tarafından çok önemli girişimlerde bulunulmasına (ve hatta en üst seviyede sözler alınmasına) rağmen bu gelişim için gerekli olan vergi teşvikleri hala elde edilememiştir.

Fon kurucuları fonlarının tamamını kendi portföy yönetim şirketlerine yönettirmişler, bu fonların alım-satım işlemlerinin neredeyse tamamını kendi aracı kurumları üzerinden geçirmişlerdir. Bu yapı bağımsız portföy yönetimi şirketlerinin ve dağıtım kanallarının gelişmesi önünde bir engel oluşturmuştur.

Sektör tecrübeli ve uluslararası standartlarda bilgi düzeyine sahip portföy yöneticileri yetiştirememiş, yönetilen fonların performansları genelde tatmin edici seviyelerden uzak kalmışlardır. Dağıtım kanallarında çalışan elemanların bilgi düzeyleri özellikle nitelikli fonların pazarlanması için yeterli değildir.

Diğer sermaye piyasası katılımcıları: Aracı kurum ve portföy yönetim şirketlerinin yaptıkları hata-

ların yanı sıra, geçmiş İMKB yönetimleri genelde çok olumlu çalışmalar yapmış olmalarına rağmen, zaman zaman gelişmelerin gerisinde kalmışlar, yeni ürünlerden kaçınmışlar ve piyasanın gelişme yönündeki taleplerini göz ardı etmişlerdir. Geçmişte dört yıl İMKB yönetim kurulunda görev yapmış birisi olarak, ben de bu konuda sorumluluğum olduğunu kabul ediyorum. 2001 krizinden sonra İMKB'nin yarı kamusal bir statüye alınmış olması ise sermaye piyasamızın gelişmesini olumsuz etkilemiştir.

1990'lı yılların ortalarında çok sayıda aracı kuruma faaliyet izni verilmesi sektörde sıkıntı yaratmıştır. Hatırlarsanız, o dönemde İMKB'de işlem gören şirket sayısından daha çok aracı kurum vardı. Bu durum sektördeki rekabet ortamını ilk yıllardan itibaren kızıştırmış ve sektörün genel karlılığını olumsuz etkilemiştir. Bugünkü durum itibarı ile sektörde fiili bir konsolidasyon gerçekleşmiş, ilk 40 kurumun pazar payı %80'i geçmiştir.

Yine geçmişte bazı SPK yöneticileri sektöre çok uzak durmuşlar ve bu nedenle o dönemlerde sektörün ihtiyaçlarına yeterince cevap verilememiştir. Sektörün önemli bazı sorunları yıllarca tartışılmalarına rağmen hep gündemde kalmışlardır.

Halka açık şirketlerin (sayıları az da olsa) bir kısmının halka açık olmanın sorumluluklarını yeterince yerine getirdiklerini düşünmüyorum. Şirketlerimizin birçoğu bu konuya önemli derecede hassasiyet göstermekte olsalar da bazı halka açık şirketlerin yatırımcıyı bilgilendirme çalışmalarının, temettü politikalarının ve borsada şirket değeri yaratma felsefelerinin yatırımcıları zaman zaman hayal kırıklıklarına uğrattığını gözlemlemekteyiz.

Yukarıda da belirttiğim gibi bugün sermaye piyasamızın önündeki politik ve makroekonomik engeller or-

*TKYD üyelerinden
özellikle Yatırımcı
Seferberliği hamlesine
katkı beklemekteyiz.
Bu seferberliğin
ana hedefi yurtiçi
kurumsal yatırımcı
tabanını büyütme-
ktir.*

tadan kalkmıştır. Bunun yanı sıra, günümüz SPK ve İMKB yönetimleri piyasaya çok yakın durmakta ve piyasanın gelişimi için çok yoğun çabalar sarf etmektedirler. VOB, Takasbank ve MKK gibi sektör kuruluşları da bu katkılara büyük destek vermektedirler.

Aracı Kuruluşlar Birliği yönetimi olarak önceliklerimizi üç ana başlık altında toplamaktayız :

- 1.** Elemanlarımızı uluslararası düzeyde eğitmek ;
- 2.** Yatırımcıların Sermaye Piyasası'na olan güvenlerini yeniden inşa etmek;
- 3.** Piyasamızın gelişmesini sağlayacak yasal düzenlemeleri yapmak ve yeni ürünlerin gelişmesi için sürekli bir çaba içinde olmak.

Yukarıdaki başlıklar çerçevesinde İMKB tarafından başlatılan "Halka Arz Seferberliği"ni ve SPK tarafından başlatılan "Yatırımcı Seferberliği"ni tüm gücümüzle destekleme kararı almış bulunuyoruz. Halka arz seferberliği konusundaki düşüncemiz öncelikli olarak büyük şirketlerimizin halka açılmalarının özendirilmesi ve hali hazırda halka açık olan şirketlerin dolaşımdaki hisse senedi oranlarının yükseltilmesi yönündedir.

Yatırımcı Seferberliği konusunda ise sektörün tüm kurumlarının bir araya

gelerek detaylı bir planlama yapmaları gerekmektedir. Ana strateji, verilmek istenen mesajlar ve bu mesajların nasıl ve hangi mecralar aracılığı ile verileceği tüm ayrıntıları ile belirlendikten sonra ülke çapında büyük bir kampanya başlatılması gerektiğini düşünüyoruz. Bu hazırlıklar yapılırken sektör çalışanlarının da bu kampanya kapsamında eğitimi ve bilgilendirilmeleri gerekmektedir.

TKYD üyelerinden ise özellikle Yatırımcı Seferberliği hamlesine katkı beklemekteyiz. Bu seferberliğin ana hedefi yurtiçi kurumsal yatırımcı tabanını büyütme-ktir. Şirketlerimizin bu bağlamda anlaşılması basit ve düşük maliyetli fonlar oluşturmaları, bunları yatırımcıların ihtiyaçlarını ve risk tercihlerini karşılayacak şekilde sunmaları ve bunların kitlelere tanıtılması konusunda TSPAKB ve TKYD ile birlikte yürütülen girişimlere katkıda bulunmaları gerekmektedir.

Yazımda sektörümüze biraz da acımasızca eleştirdim. Ancak şunu da belirtmeliyim. Sayısız krizler görmüş, çok yoğun bir rekabet ortamında düşük karlılık ve zayıf bir sermaye yapısında faaliyet göstermiş olan aracı kurumlarımız ve portföy yönetim şirketlerimizde son 15 yılda ne büyük bir skandal, ne de bizleri utandıracak ölçüde olumsuzluklar yaşanmıştır. Bu da takdire şayan bir

durumdur ve hem sektörde faaliyet gösteren şirketlerimizin sorumluluklarının bilincinde olduğunun hem de SPK ve İMKB'nin sektörün gözetimi konusundaki titizliklerinin bir yansımasıdır.

Yukarıdaki eleştirileri yaparken tüm sermaye piyasası kurumlarının özellikle İMKB'nin faaliyete geçtiği ilk yıllarda çok önemli bir öğrenme sürecinden geçtiklerinin ve bu yılların yukarıda sıraladığım zorlukların zirvede olduğu yıllar olması nedeniyle sermaye piyasasının en zorlu dönemleri olduğunun bilincindeyim. Reel faizlerin çok uzun yıllar boyu %20-30 olduğu bir dönemde sermaye piyasasını yaşatabilmiş olmanın bile büyük bir başarı sayılması gerekmektedir. Bizler sadece yaşatmakla kalmadık, bölgemizde örnek olarak gösterilen ve birçok konumda liderlik yapan bir sermaye piyasası yarattık. Ancak sermaye piyasamızı Türkiye ekonomisinin bugünkü büyüklüğüne ve dinamizmine uygun seviyelere taşıyabilmemiz için daha yapılacak çok işimiz vardır. Bu konuda TKYD yönetiminin heyecanını ve yoğun çabalarını gözlemliyoruz. TSPAKB olarak bizler de aynı heyecanı hissediyoruz. Kurumlarımızın birlikte yapacağı çalışmaların Türk Sermaye Piyasası'nın gelişimine önemli katkılarda bulunmasını temenni ediyorum.



TKYD Sektör Toplantısı ile endüstrimizin tüm taraflarını bir araya getirdi

TKYD, yılın ikinci çeyreğinde başta 2-3 Haziran tarihleri arasında Çeşme'de gerçekleştirilen TKYD Kolektif Yatırım Araçları Sektör Toplantısı olmak üzere, komite çalışmaları, TKYD yönetimi tarafından gerçekleştirilen İMKB, MKK, Takasbank toplantıları, EFAMA yıllık toplantısı ve TOBB Sermaye Piyasası Komite Toplantısı ile yine yoğun bir faaliyet dönemi geçirdi.

Ayrıca, TKYD'nin %10 ortağı olduğu "Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş."nin tüzel kişiliği Haziran ayında onaylandı.

TKYD Kolektif Yatırım Araçları Sektör Toplantısı – 2-3 Haziran Çeşme

TKYD Kolektif Yatırım Araçları Sektör Toplantısı'nın beşincisi, SPK, Maliye Bakanlığı Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü, Vakıflar Genel Müdürlüğü, Hazine Müsteşarlığı, TCMB, BDDK, TSPAKB, İMKB, İAB, VOB, Takasbank, MKK, Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM), düzenleyici otoriteler, kamu kurumları, borsa yetkilileri ve sektör temsilcilerinin katılımlarıyla bu yıl Çeşme'de gerçekleştirildi.

Toplantıya 60 kişi katılmış ve sektörün beklentileri ortaya konarak kamu otoritelerinden bu konular üzerindeki değerlendirmeleri alınmıştır. Toplantı; Mevzuat, Vergi, Dağıtım Kanalları ve Sigorta/Emeklilik Şirketleri/Vakıflar adı altında dört ana başlıkta düzenlendi.

Sermaye Piyasaları Birliği - SPK Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray toplantıda yaptığı konuşmada, Tür-

kiye'de sermaye piyasalarının büyümesi için merkezi bir yapıya ihtiyaç bulunduğunu belirtti. Sermaye piyasalarının ortak taleplerini seslendirecek, tüm sermaye piyasası kurumlarının misyonunu üstlenecek kapsamlı bir Birliğin oluşturulması için TSPAKB ve TKYD'nin çalışmalarına başlaması isteğini sektör temsilcileri ile paylaştı.

İstanbul Finans Merkezi (İFM) Eylem Planı çerçevesinde birçok yeni paketin açıklanacağını da dile getiren Akgiray, bu kapsamda Sermaye Piyasası Kanunu ve Birlik önerilerini de içeren çalışmaların gündeme geleceğini belirtti.

Yeni kanun, yeni fon sınıflandırması - TKYD Başkanı Gür Çağdaş açılışta yaptığı konuşmada, Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi'nin gelişimine destek sağlayacak önemli gelişmeleri; yatırım araçlarında vergi eşitliğinin sağlanması, portföy yönetim şirketlerinin kendi fonlarını kurabilmelerine olanak sağlayan düzenlemeler, Sermaye Piyasası Kanunu'nun öncelikli olarak ele alınması, yeni fon sınıflandırmasının yürürlüğe girmesi, Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nun geliştirilmesi olarak ifade etti.

Sektör Beklentileri ve Ana Başlıklar

1.Panel - Mevzuat

Moderatör : Didem Gordon - TKYD Başkan Yardımcısı

Panelistler: Bekir Sıtkı Şafak - SPK Başkan Yardımcısı

Dr.Alp Keler - Ak Portföy Yönetimi GM

Panel moderatörü ve TKYD Başkan

Yardımcısı Didem Gordon, TKYD'nin Kolektif Yatırım Araçları ve Portföy Yönetim Sektörü'nün mevzuatına yönelik yapılan ve SPK ile paylaşılan çalışmaları özetleyerek sektör beklentilerinin altını çizirken, ele alınan başlıklarda sonuçlar ortaya konuldu;

1- Yatırımcı odaklı ve dünya ile uyumlu bir Sermaye Piyasası Kanunu -Taslak kanunun yasalaşması için çalışmaların hızlandırılması beklenmektedir. Portföy Yönetim Şirketleri'nin fon kurup satabilmelerine olanak sağlayan düzenlemelerin Sermaye Piyasası Kanunu'na atıfta bulunan ayrı bir kanunla düzenlenmesi veya bu düzenlemelerin yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile yasalaşması sektörün önünü açacaktır.

2- TKYD Kolektif Yatırım Araçları Fon Sınıflandırması - AB standartlarında UCITS fonları ile uyumlu, performans odaklı hazırlanan fon sınıflandırması çalışması SPK ile paylaşılmıştır. Düzenleme gerçekleştirildiğinde yeni sınıflandırma A ve B tipi fon tanımını ortadan kaldırarak, yatırımcının fonu daha iyi tanımasına olanak sağlayacaktır.

3- Dünya uygulamalarında yaygın olarak gözlenen Bağımsız Danışmanlık sisteminin Türkiye'de de bireysel ve kurumsal anlamda geliştirilmesi için kanuni altyapının oluşturulması beklenmektedir.

Yeni kanundan beklentiler;

- Portföy Yönetim Şirketleri (PYŞ)'nin fon kurucusu, fon yöneticisi olabilmelerine olanak sağlaması,

- Dünya örneklerinde olduğu gibi faaliyet alanlarının genişletilmesi,
- Saklama kuruluşlarının çalışmalarının yeniden düzenlenmesi,
- Yatırım fonu alım satımının yabancı para cinsinden yapılabilmesi,
- Gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler,
- Yatırım ortaklıklarının kuruluş ve faaliyetlerinin yeniden düzenlenerek değişken sermayeli yatırım ortaklıkları modelinin benimsenmesi,
- Sermaye Piyasası kurumlarını ve misyonunu içeren bir Birliğin oluşturulması,

2.Panel – Vergi Politikaları

Moderatör : Dr.Gürman Tevfik – İş Portföy Yönetimi A.Ş. GM

Panelistler: Ünal Tayyan – Gelir Politikaları Genel Müdürü
Namık Aksel – HSBC Portföy Yönetimi A.Ş. GM
Hüseyin Ergin – TKYD Vergi Danışmanı

Panel moderatörü ve TKYD Yönetim Kurulu Üyesi Gürman Tevfik vergi düzenlemelerinin bir model üzerine oturtularak basit usulde ya-

pılmasının, tüm sermaye piyasası araçlarının eşit vergilendirilmesi açısından büyük önem taşıdığını belirterek, yatırım fonlarında çeşitli dönemlerde vergi düzenlemeleri yapıldığını ve sektör olarak mevcut durumda da vergi eşitliğini sağlayacak yönde bir düzenlemeyi vergi otoritesinden beklediklerini belirtti.

Buna göre; TKYD'nin yeni fon sınıflandırması dikkate alınarak; Hisse fonlar, karma fonlar, uzun vadeli tahvil-bono fonları, BYF katılma belgeleri ile yatırım ortaklıkları hisse senetlerinden **elde edilen kazançların stopajının sıfırlanması veya düşürülmesi yoluyla yatırım araçlarında eşit vergilendirmeye** gidilmesi beklenmektedir.

- Bireysel emeklilik sisteminde düzenlemelere gidilerek, uzun vadeli yatırımlara teşviklerin artırılması konusunda çalışmalar yapılmaktadır.

- TKYD-Maliye Bakanlığı iletişimi – Vergi düzenlemeleri ile ilgili TKYD'nin Maliye Bakanlığı ile yaptığı görüşmelerde temel öneriler şu şekilde özetlenmiştir;



TKYD Çeşme Toplantısı

- Yapılan görüşmelerde %50'nin üzerinde hisse taşıyan A tipi yatırım fonları ve Borsa Yatırım Fonları (BYF) gelirlerinden alınan %10 stopajın kaldırılarak vergi eşitliği sağlanması istenmiştir.

Mevcut durum; Ekim 2010 tarihinde torba yasadaki son düzenlemelere göre;



TKYD Çeşme Toplantısı

- Hisse senedi doğrudan alım/satımlarından,
- Aracı kuruluş varantı alım/satımlarından,
- VOB kontratları alım-satımlarından elde edilen kazançlarda %0 stopaj uygulanmakta,
- A tipi fonlar, BYF'ler ve yatırım ortaklıklarında %10 stopaj uygulaması devam etmektedir.

3. Panel – Dağıtım Kanalları

Moderatör : Gülsevin Yılmaz – Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş. GM
Panelistler: Filiz Kaya – Takasbank Grup Başkanı
 Gökhan Mendi – Türk Ekonomi Bankası Gm.Yrd.
 Zeki Şen – Garanti Bankası Yatırım Bankacılığı Mdr.
 Özgür Çatı –Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.

Panel moderatörü ve TKYD Yönetim Kurulu Üyesi Gülsevin Yılmaz, Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi'nin gelişiminde banka dağıtım kanalları dışında 'açık mimari' olarak adlandırılan ve dünyada birçok ülkede fon endüstrisinin büyümesini sağlayan elektronik fon platformunun desteklenmesinin önemli olduğunu vurgulamıştır.

Dünyada dağıtım kanalı çeşitliliğine bakıldığında;

- Avrupa'da banka ağırlıklı
- Asya'da bankalar ve aracı kurumlar dağıtım kanalında baş aktör
- ABD'de yerel piyasanın doygunluğu ile dış pazarlara açılım olduğu gözlenmektedir.

Dağıtım kanallarını çeşitlendiren ülkelerin stratejilerine bakıldığında;

- Dağıtım kanallarının çeşitlendirilmesi, IT yatırımları, geniş, bağımsız danışman tabanı, satış teşkilatı

oluşturulması ve devlet desteği,

Bu stratejiler sonucu gözlenen gelişmelere bakıldığında da;

- Raporlama ve risk yönetiminde standartların oluşması, yeni yatırımcı sayısı ve fon hacminde belirgin artış, ürün yelpazesinde dikkat çekiçi genişleme, yabancı yatırımcı ilgisinin artması, yurtdışı piyasalarla karşılıklı fon akışı gözlenmektedir.

Fon sektöründe dağıtım kanallarının çeşitlendirilmesi ve yaygınlaşabilmesi için;

Takasbank Elektronik Fon Platformu'nun etkin çalıştırılmasına yönelik olarak kurumların karşılıklı fon alım satımı için altyapı çalışmalarını hızlandırmaları, çok şubeli bankaların platformda etkin rol oynaması, ürün çeşitliliğinin artırılması ve fon sınıflandırması uygulamasına geçişin sağlanması gerekmektedir.

Türkiye'de platforma neden ihtiyaç var?

- Fon sektörü dünya ortalamalarının altında olması,
- Fon kurucularının kendi dağıtım kanalları ve ikili anlaşmalar ile sağlanmaya çalışılan yaygın dağıtım ağının oluşturulmaması,
- Başarılı fonların dağıtım ağındaki kısıt nedeniyle pazarlamanın yapılamaması,
- Maliyetlerin yüksekliği ve eksik rekabet ortamı,

Projenin İşletimi

- Fon platformu 24 Ocak 2011 tarihinde işleme alındı, teknik çalışmalar ve tanıtım süreci devam etmektedir.
- Proje, SPK ve tüm sektör katılımcılarının görüşleri doğrultusunda yapılandırıldı.
- Platforma üye sayısı 29; fon sayı-

sı 66; işlem adedi 466; işlem hacmi 3.87 milyon TL.

- 2.faz kapsamında Korumalı ve Garantili fonlar platforma dahil edilecek.
- 3.faz kapsamında yurtdışı platformlarla entegrasyon sağlanacak.

4. Panel – Sigorta/Emeklilik Şirketleri ve Vakıflar

Moderatör: Cem Yalçınkaya - Fokus Portföy Yönetimi GM

Panelistler: Uluç İçöz - Hazine Müsteşarlığı Özel Emeklilik Daire Başkanı

Gaffar Erbek - Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Şube Müdürü

Adnan Er - Vakıflar Genel Müdürlüğü Vakıf Hizmetleri Daire Bşk.

Meral Eredenk – EGM Başkanı

Panel moderatörü Cem Yalçınkaya; portföy yönetim sektörünün gelecek dönemde büyümesinde önemli katkılar sağlayacak olan **sigorta ve emeklilik şirketleri ile vakıfların fonlarının PYS'ler tarafından yönetilmesi** konusundaki yasal boşlukların kaldırılması, vakıf varlıklarının fon yönetiminde değerlendirilmesi konusunda belirsizliğin kaldırılması gerektiğini ifade etti. Vakıfların, portföy yönetim şirketleri için önümüzdeki dönemde önemli bir kurumsal kaynak olabilecekleri belirtildi.

Uzun vadeli tasarrufların yönlendirildiği varlıklar olan sigorta şirketlerinin ellerindeki varlıkların yönetilmesinde de PYS'lerin devreye girmesi önem teşkil etmektedir.

Düzenli bir büyüme içinde olan bireysel emeklilik fonlarının bu seviyelere ulaşmasında en önemli etkenin, kendi kanunu ve satış teşkilatının olması olduğu bilinmektedir. Sistemin gelişmesi için uzun vadeli tasarruf bilincinin geliştirilmesi ve sistemin daha iyi tanıtılması gereklidir.



TOBB Sermaye Piyasası Meclis Toplantısı

TKYD'nin ikinci çeyrekte katıldığı toplantı ve konferanslar ;

EFAMA Yıllık Toplantısı; Avrupa Yatırım Fonları Birliği (EFAMA)'nın Genel Kurul Toplantısı Haziran ayında İsviçre'nin Luzern kentinde gerçekleştirildi. Genel Kurul'da EFAMA'nın yeni Başkanlığına Lüksemburg Fon Birliği (ALFI) Başkanı Claude Kremer seçildi.

İMKB, Takasbank, MKK Toplantıları; TKYD yönetimi, sermaye piyasalarında iş birliğinin artırılması için İMKB Yönetimi, TSPAKB yeni başkanı Attila Köksal, MKK Genel Müdürü Yakup Ergincan ve Takasbank'ın yeni Genel Müdürü Murat Ulus ile bir araya geldi.

TOBB Sermaye Piyasası Meclis Toplantısı 29 Haziran tarihinde İstanbul'da yapıldı. İMKB Başkanı Hüseyin Erkan'ın başkanlığında yapılan ve sermaye piyasaları ile ilgili kamu kurum ve kuruluşlarının katıldığı toplantı "**Sermaye Piyasasında Fon Sektörünün Geliştirilmesine İlişkin Yapılması Gereken Çalışmalar**" gündemi ile toplandı. TKYD Başkanı Gür Çağdaş toplantıda sektöre ilişkin detaylı bir sunum yap-

tı. Çağdaş, sunumda yatırım fonlarının Türkiye'de geldiği nokta, mevzuat ve vergi düzenlemelerine ilişkin sektörün beklentileri ve uluslararası piyasalarla Türkiye'nin karşılaştırmasına yer verdi. Toplantıda sektör yetkilileri dışında TOBB üyelerinden de birçok katılımcı yer aldı.

İFM (İstanbul Uluslararası Finans Merkezi) Komite Toplantıları

İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İFM) eylem planı çerçevesinde oluşturulan **Sermaye Piyasaları Finansal Eğitim ve Tanıtım Projelerinin komite toplantıları** Mayıs ayı içinde gerçekleştirildi. Komitelerin her ay düzenli olarak toplanması öngörülmüştü. TKYD temsilcileri tüm komite toplantılarında yer aldılar.

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş. kuruldu

Ortağı bulunduğumuz ve bir süredir kuruluş çalışmaları sürdürülen "**Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.**" 16 Haziran 2011 tarihinde tescil edilerek tüzel kişilik kazandı. TKYD'nin

%10 ortaklığının bulunduğu şirketin 23 Haziran 2011 tarihinde gerçekleştirilen ilk Yönetim Kurulu Toplantısı'nda Yönetim Kurulu Başkanlığı'na SPK Başkan Yardımcısı Bekir Sıtkı Şafak, Başkan Vekilliğine de TKYD Başkanı Gür Çağdaş seçildi. Şirketin Genel Müdürlüğüne ise Bekir Yener Yıldırım getirildi.

Şirketin başlıca amaç ve konusu; sermaye piyasası alanında faaliyet gösterecek kuruluşlar ile sermaye piyasası kurumlarının yönetici ve diğer çalışanlarının mesleki yeterliliklerini, bilgi ve becerilerini tespit etmek amacıyla lisanslama sınavları yapmak, ilgili ihtisas alanları itibarıyla mesleki yeterliliklerini gösterir lisans vermek, eğitim programları düzenlemek, sermaye piyasası çalışanlarının sicilini tutmak ve bunların denetimini yapmak" olarak belirlendi.

Şirketin ortakları; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (%10), Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (%10), Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (%10), İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (%10), Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (%40), Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği (%10) ve Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (%10) olarak ana sözleşmede yer aldı.

CEE, SEE&CIS ASSET AND FUND MANAGEMENT FORUM, Viyana

Cee, See&Cis Asset And Fund Management Forum 19-20 Mayıs tarihlerinde Viyana'da yapıldı. Forum'a Avusturya'nın yanı sıra, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İsviçre, Almanya, Polonya, İngiltere, Romanya, Lüksemburg, İtalya, Rusya, Türkiye gibi ülkelerden katılım oldu. Orta ve Doğu Avrupa ülkelerindeki mevcut durumun yanında, varlık yönetimi konularının tartışıldığı Forum'da TKYD, Başkan Gür Çağdaş tarafından temsil edildi.

Toplantılarda, Eylül ayında uygulanmasına geçilecek olan UCITS IV ile gelecek yenilikler üzerinden geçildi. Örneğin sınırlararası fon dağıtımında iki ay olan yasal bekleme süresi 10 güne düşüyor; fon yönetim şirketleri sadece yerel fonları kurabiliyorlar artık diğer Avrupa ülkelerinde de fon kurulabilecek. Fonlarda havuz sistemine izin verilecek ve sınırlararası fon birleşmeleri mümkün olacak. Yatırımcının korunması KIID ile artarken (Key Investor Information Document), bu doküman bütün üye ülkelerde geçerli olacak ve İngilizce yazılabilecek.

- Yeni düzenlemelerin UCITS IV'ten sonra da devam etmesi bekleniyor. Bunlar:
 - AIFMD - Alternative Investment Fund Manager Directive
 - Solvency II - updated set of regulatory requirements for insurance firms
 - CRD III - Revision of the Capital Requirement Directive
 - ICSD - Investor Compensation Scheme Directive
 - MiFID II - Revision of the Market in Financial Instruments Directive
 - FATCA - Foreign Account Tax Compliance Act



Forumda ele alınan diğer konular

- **Yapılandırılmış Ürünler:** 2009'dan sonra faizlerin düşmesi ve 2000-2008 arasında hisse senetlerinde ayı piyasası yaşanması daha fazla yapılandırılmış ürünlere yönelme sağladı. Örneğin Çek Cumhuriyeti'nde yapılandırılmış ürünler her yıl %50 civarında büyüdü ve yatırım fonları piyasasında ikinci en hızlı büyüyen ürün kategorisi oldu. Anapara korumalı ürünlerde vadeler 2-5 yıla çıktı. Bu ürünleri bono yatırımcıları tercih ederken, vade sonunda anaparanın verilmesi başarı olarak görülmedi. Polonya'da da aynı sorunlar yaşandı. Sorunların artmaması için anapara korumasının önemini yatırımcıya iyi anlatılması gerektiğine dikkat çekildi. Düşük faizler nedeniyle yatırımcılar daha fazla getiri için %90 anapara korumasını kabul ederken, Çek Cumhuriyeti'nde de anapara koruma %100'ün altına geldi.

- Mutlak getirili ürünler volatilitenin arttığı 90'lar ve 2000'li yıllarda ortaya çıktı. Hisse senedi piyasalarındaki keskin düşüşler, piyasalar kadar düşüş yaşamayan bu tip ürünlere talebi arttırdı. Asimetrik (garantili ve anapara korumalı fonlar) ve nakit üzeri ürünler (mutlak getirili ürünler) olmak üzere iki kategori bulunuyor. Mutlak getirili ürünlere kurumsal yatırımcılar tarafından fazla ilgi duyulmuyor, ilk çeyrekte Avrupa'da 253 Euro milyon büyüklüğe sahip oldu.

- **Avrupa hisse senetleri piyasalarında kazançlar;** 1986-2009 yılları arasında getirilerin analizi yapıldığı-

da 10 yıldan fazla yapılan yatırımlar hep kazandırırken, ilk 5 yıl ve 5-10 yıl arası yapılanlar daha riskli oldu. Mutlak getirili ürünler piyasanın %3'ü civarında ve ilgi benchmark ürünlerine yöneldi. Ürünlere ilgi var, ancak getiriler düşük düzeyde kalmaktadır.

- **ABD Emeklilik hesapları:** ABD'de 401 (k) gönüllü emeklilik hesaplarına bakıldığında 2008 / 2009'da piyasalardaki volatiliteden etkilendiği görüldü, ancak 2010'un ilk çeyreğinde hesaplar krizin üzerindeki seviyelere çıktı. 11 milyon 401 (k) hesabına bakıldığında başarılı olanların 2008'de başlayan krizde yatırımlarına devam edenler olduğu gözlenmiş. 30.09.2008-31.03.2010 arasında yapılan dört strateji karşılaştırıldığında, hisse senetlerini %0'a çeken ancak yatırıma devam edenler ortalama %0.8 kaybederken, hisse senetlerini %0'a indiren ve yatırım yapmayanlar %6.8 kaybetmişler. İlk başta hisse senetlerini %0'a indiren ve daha sonra yeniden yatırım yapanlar %6.1 kazanırken, kriz sırasında ve sonrasında yatırım yapan hesaplar ise %21.8 getiri sağlamışlar.

- Hedge fonlar krizden sonra (Şubat 2009'dan sonra) güçlü performans sergilemiştir. Bunun nedeni çeşitlendirmesi, varlıkların doğrudan kontrolü ve yapılan yatırımlarda esnek davranılmasıdır.

*Toplantı notları toplantıya katılan TSKB Portföy Yönetim Müdürü Cüneyt Demirkaya tarafından derlenmiştir.



Yatırımlarınıza karar vermenin çok daha kolay bir yolu var!

Birikimlerinizi değerlendirirken binlerce seçenek ve soru arasında kafanız karışmasın. Türkiye'nin ilk portföy yönetim şirketi Garanti Portföy, somut bilgiye dayanan felsefesi ve tecrübesiyle risklerinizi minimuma indiriyor. Gelin, siz de Garanti Portföy'ün yenilikçi ve öncü çözümlerinden faydalanın.



www.garantiportfoy.com.tr
Bütün Garanti Bankası şubelerinde
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.



TÜRKİYE DEĞERLERİNİ SERMAYE PİYASASINA KAZANDIRMA ÇABASINDA

*Halka arz seferberliği ile yeni şirketler ve ihraçlar yatırımcı ile buluşurken, halka arzlarda fiyat tespitinin önemi ve uygulanan yöntemler ile kurumsal yatırımcıların şirket seçerken göz önüne aldığı kriterleri **HALKA ARZ** dosyamızda bulacaksınız.*

Halka Arz Seferberliği

Küresel ve yerel anlamda son derece rekabetçi bir ortamda varlığını ve büyümesini sürdürebilmek için yatırım yapması gereken işletmelere, yeni kaynak temini açısından sermaye piyasası önemli fırsatlar sunmaktadır. Bu çerçevede, şirketlerin uluslararası rekabet gücüne kavuşması ve küresel şirketler arasında yer almasında halka arzlar yoluyla sağlanacak finansman ve diğer imkanlar büyük önem taşımaktadır.

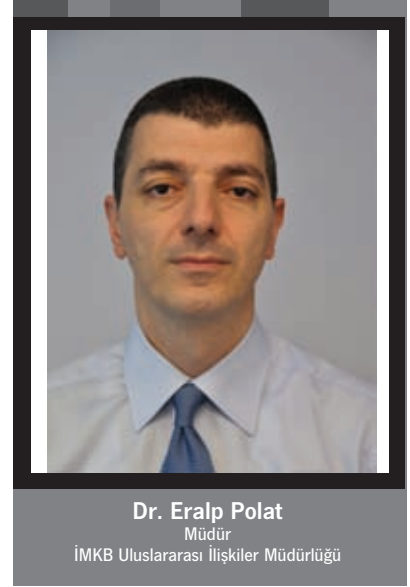
Öte yandan, halka arzlarla belirlenen hedeflerin gerçekleştirilmesi Sermaye Piyasasının büyümesine, bir çekim merkezi haline gelmesine ve uluslararası fon akışından azami pay almasına da katkı sağlamaktadır.

Sermaye piyasalarının şirketlere düşük maliyetli finansman kaynağı, kurumsallaşma, yurtiçi ve yurtdışında tanınma, ortaklara likidite sağlama, kredibilite gibi imkanlarının bulunmasına karşın, henüz ülkemizin önemli şirketleri bu imkanlardan yeterince yararlanmamakta ve İMKB'de işlem görmemektedir. Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de ekonomik faaliyetlerin büyük kısmı, aile şirketleri tarafından gerçekleştirilmektedir. Biz şirketlerimizi, belli bir büyüklüğe ulaştıktan sonra, "aile şirketi" olmanın ötesinde, ülke ekonomisine istihdam ve katma değer yaratan, ülkemiz ekonomisinin "can damarları" olan birer "milli servet" olarak görüyoruz. Bu milli servetlerin, ömürleri bir kaç nesille sınırlı olmayan şirketlere dönüşmesini ve devamlılığa sahip olmalarını da bu açıdan çok önemsiyoruz. Bunun için şirketlerde ortaklık kültürünün yerleşmesinin, şirket sahiplerinin büyümeye odaklanmalarının gerekli olduğunu, bunun da ancak kurumsallaşma ile sağlanabileceğini her ortamda aktarıyoruz.

Şirketlerin sermaye piyasasının sunduğu imkanlardan daha fazla yarar-



Kudret Vurgun
İMKB Kotasyon Müdürü



Dr. Eralp Polat
Müdür
İMKB Uluslararası İlişkiler Müdürlüğü

lanması, büyümeleri için ihtiyaç duydukları kaynaklara ulaşması ve aile şirketlerinin halka açılarak sürdürülebilirliklerinin sağlanması amacıyla, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ile Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) arasında 07.08.2008 tarihinde imzalanan İşbirliği Protokolü ile "Halka Arz Seferberliği" çalışmalarını başlattık.

Amacımız öncelikle Türkiye'nin en büyük ilk 1000 şirketi içinde yer alan şirketleri sermaye piyasamıza kazandırarak, 356 olan işlem gören şirket sayımızı Cumhuriyetimizin 100. yılını kutlayacağımız **2023 yılına kadar 1000'in üzerine çıkarmak**. Son yıllarda yaşanan ekonomik krizler öncesi geçmiş yıllarda yapılan yıllık ortalama halka arz rakamlarına bakıldığında, ekonomide istikrarlı bir ortamın devam etmesi halinde yılda ortalama 50 şirketin halka açılabilceğini ve böylece bu hedefe ulaşılabilceğini düşünüyoruz.

Türkiye'de halka arzların geliştirilmesine yönelik olarak geniş çaplı bir ka-

tılımın gerçekleştirildiği ilk organizasyon 6-7 Mayıs 2010 tarihlerinde gerçekleştirilen **Halka Arz Seferberliği İstanbul Zirvesi** olmuştur. Zirveye hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen ülkemizin önde gelen yaklaşık 2000 şirketinin yönetim kurulu başkanı ve üst düzey yöneticileri davet edildi. Fuar benzeri bir organizasyonda İMKB tüm tarafları bir araya getirdi ve karşılıklı birebir temas kurma imkanı sundu. Zirvede, halka arzlarda hizmet sunan aracı kurumlar, bağımsız denetim şirketleri, hukuk firmaları ile ülkemizdeki yatırım fırsatlarını değerlendirmeyi amaçlayan yurtiçi ve yurtdışı özel sermaye fonları, çeşitli kurumsal yatırımcılar ve sektörel dernekler de stand kurma veya çalıştay düzenlemek suretiyle zirveye katılarak, sundukları hizmetleri sermaye piyasasından faydalanması beklenen şirketlerin üst düzey yöneticilerine doğrudan aktarma imkanı buldular.

Halka arz potansiyeli taşıyan 514 şirketin iki gün boyunca katılım gösterdiği zirvede, 49 aracı kurum, 25 hukuk firması, 27 bağımsız denetim firması, 69 fon yönetim şirketi, 22 der-

nek ve sermaye piyasası kuruluşu, 50 danışmanlık firması, 17 yabancı fon yönetim şirketi yer aldı.

Benzer şekilde Bursa'da 23-24 Kasım 2010 tarihlerinde Merinos Atatürk Kongre Kültür Merkezi'nde "Halka Arz Seferberliği Bursa Zirvesi" düzenlenmiştir. Zirveye 618 Kişi, 111 şirket, 19 aracı kurum, 18 adet bağımsız denetim ve mali müşavirlik firması katılmıştır.

Halka arz zirvelerinin yanı sıra halka arz yoluyla fon temini ve finansman sağlamaları konusunda şirketleri bilgilendirmek amacıyla 5-6 Mart 2010'da Konya'da, 12 Nisan 2010'da Düzce'de, 12 Haziran 2010'da Samsun'da, 24 Eylül 2010'da Kocaeli'nde ve 16-17 Mart 2011'de Eskişehir'de halka arz seminerleri düzenlenmiş ve çeşitli şirketlerin yetkilileri ile görüşülerek halka arz sürecine ilişkin doğrudan bilgi aktarılmış, varsa şirketlerin halka açılma konusunda tereddütlerini gidermek üzere birebir görüşmeler yapılmıştır.

Diğer taraftan, 28 adet ticaret ve sanayi odası bünyesinde bir ya da iki kişiden oluşan ve şirketler ile İMKB arasında iletişim köprüsü görevini üstlenecek destek birimleri kurulmuştur.

İMKB 2008 yılından bu yana 2 yılı aşkın bir süredir sürdürülen "Halka Arz Seferberliği" çalışmalarının olumlu sonuçlarını 2010 yılı içerisinde almaya başlamıştır.

1990-1999 yılları arasında yılda ortalama 23 şirket halka açılırken, 2000-2009 yılları arasında bu rakam 9'a düşmüş olup, 2010 yılında ise 22'ye ulaşmıştır.

2011 yılının ilk yarısında ise 13 şirket halka açılmış olup, ayrıca halen halka arz süreci içerisinde çalışmaları devam eden sekiz adet başvuru mevcuttur. Dolayısıyla 6-7 Mayıs 2010 tarihlerinde düzenlenen "Halka Arz Seferberliği İstanbul Zirvesi" sonrasında sermaye piyasalarına ilginin artması sonucu, halka açılan şirket sayısı açısından 2000 yılından

2010 ve 2011 yıllarında menkul kıymet ihraçlarından sağlanan kaynak aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir.

Menkul Kıymet Türü	2010		2011 (*)	
	İhraç sayısı	Sağlanan Kaynak (Milyon TL)	İhraç sayısı	Sağlanan Kaynak (Milyon TL)
Hisse Senedi	23	3.519	14	1.065
- İlk Halka Arz	22	3.122	14	1.065
- Tahsisli Satış	1	397	0	0
Borsa Yatırım Fonları	3	11,4	0	0
Borçlanma Araçları (Tahvil/Bono)	16	1.930,5	15	6.003,3
- Halka Arz	13	1.850,5	14	5.900
- Nitelikli Yatırımcıya Satış	3	80	1	103
Oydan Yoksun Pay Senedi	1	78,3	0	0
TOPLAM	43	5.539,2	29	7.068,3

(*) 06.06.2011 tarihli veriler kullanılmıştır.

bu yana en iyi performans sergilenmiştir.

Ayrıca, 2010 yılında 15 adet özel sektör tahvil halka arzı da gerçekleştirilmiştir. 2011 yılının ilk yarısında ise ihraç edilen tahvil ve bono sayısı da 15 olarak gerçekleşmiş olup, ayrıca değerlendirme aşamasında olan altı başvuru mevcuttur.

Şirketlerimiz;

- 2010 yılında halka arzdan 3,1 milyar TL, 15 adet bono ihracından ise 1,9 milyar TL,
- 2011 yılının ilk 5 ayı itibarıyla de halka arzlardan 1 milyar TL, 13 adet bono ihracından ise 5,2 milyar TL hasılat sağlamışlardır.

Yabancı şirketlerin hisse senetlerinin Borsa kotuna alınarak Borsamızda işlem görmesine ilişkin usul ve esaslar bir genelge ile ilk kez düzenlenmiştir. Böylece Aralık ayında Merkezi Avusturya'da olan ve hisse senetleri Viyana Borsası'nda işlem gören bir yabancı şirketin 19.488.000 Euro nominal değerli hisse senetleri Borsa kotuna alınmış ve Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlamıştır. Bu yabancı şirketin 25-26 Kasım 2010 tarihlerinde halka arz edilen 2.815.790 adet payı 1.027 yatırımcı tarafından satın alınmıştır. Sermaye artırımını yoluyla

gerçekleştirilen halka arzdan 134 milyon TL kaynak sağlanmıştır.

2011: KOBİ'LERİN HALKA ARZINDA MİLAD

Geçmişte KOBİ'lerin Borsamız bünyesinde işlem görebilmesini sağlamak amacıyla kurulan İkinci Ulusal Pazar'a da bu dönemde ilgi oldukça artmıştır. Daha önceki yıllarda KOBİ'lerin İMKB'den yararlanamadığı konusunda eleştiriler yapılırken, bugün ekonomik koşulların da iyileşmesiyle birlikte küçük ve orta ölçekli şirketlerin halka arz yoluyla finansman sağlama eğilimleri hızla artmıştır. 2010 yılında halka açılan 6 şirketin, 2011 yılında da 8 şirketin payları İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlamış ve bu Pazar'da işlem gören



şirket sayısı 42'ye ulaşmıştır. Bununla birlikte, büyük ölçekli şirketlerin günümüzde mali piyasalardan ucuz finansman bulabilme imkanları nedeniyle halka arz yöntemine biraz daha mesafeli durdukları görülmektedir. Ancak önümüzdeki dönemde kredi maliyetlerinde beklenen artış ile birlikte büyük ölçekli şirketlerin de artan oranda halka arzlara yönelebileceklerini düşünmekteyiz.

"Halka Arz Seferberliği" kapsamında yürütülen çalışmalara ivme kazandırmak, Avrupa Birliği'nde uygulanan minimum halka arz oranını (%25) sağlayacak şekilde halka açılmaları teşvik etmek, İstanbul Finans Merkezi Projesi Eylem Planı hedefleri arasında yer alan "Borsada şirketlerin halka açılması ve halka açıklık oranlarının artırılması" hedefine ulaşılmasını desteklemek amacıyla, 31.12.2012 tarihine kadar hisse senetleri Borsa Ulusal Pazarı ve ya II'nci Ulusal Pazarı'nda işlem görmeye başlayacak ve halka açıklık oranı en az %25 ya da halka açıklık kısmın piyasa değeri en az 100 Milyon TL olan şirketlerin ödeyecekleri ilk kota/kayda alınma ücretlerinde (kotta/kayıta kalma ücretleri hariç) %25 indirim uygulanmaktadır.

Halka arz uygulamalarında Borsa'da işlem görmeye başlama tarihini hızlandırmak amacıyla, mevcut durumda KAP'ta ilanı izleyen 2. işgünü işlem başlama uygulamasının değiştirilerek, ilgili aracı kurum tarafından işlem görme öncesinde yatırımcı hesaplarına menkul kıymetlerin dağıtımının tamamlanacağına ilişkin taahhütname verilmesi kaydıyla, Borsa içinde veya dışında halka arz edilen paylar ile diğer menkul kıymetler, Borsa Yönetim Kurulu'nun verdiği işlem görme kararını takiben KAP'ta yapılacak ilanı izleyen iş gününden itibaren ilgili pazarda işlem görmeye başlamaktadırlar.

Diğer taraftan İMKB bünyesinde "Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı" kurularak, hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklara, izahname ve sir-

küler düzenlemeksizin ihraç edebilecekleri ve yalnızca "Nitelikli Yatırımcı"lar tarafından satın alınabilecek borçlanma araçlarını ihraç etme imkanı getirilmiştir.

Halka arz seferberliğinin bir başka adımı olarak, 26 Mayıs 2011 tarihinde ihracatçı firmaların büyüme ve yatırımlarını finanse edebilmeleri için ihtiyaç duyacakları kaynağın temininde sermaye piyasasının sunduğu imkanlardan yararlanmaları ve halka arza uygun bir kurumsal yapıya kavuşmalarını, halka arz öncesinden başlayarak, kurumsal yönetim ilkelerini benimsemelerini sağlamak amacıyla, Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) ile SPK, İMKB, TSPAKB, Takasbank ve MKK arasında işbirliği protokolü imzalanmıştır.

Önümüzdeki dönemde, halka arz seferberliği çalışmalarının, İMKB ile birlikte, TOBB, SPK ve TSPAKB işbirliği içerisinde çeşitli illerde, sanayi ve ticaret odalarının katılımı ile devam ettirilmesini ve yaratılacak sinerji ile Türk sermaye piyasasının gelişiminin ivme kazanmasını bekliyoruz. Bu süreçte, bir başka hedefimiz de "Yatırımcı Seferberliğini" başlatarak tasarrufların daha yoğun olarak sermaye piyasasına gelmesini sağlamak olup, bu inisiyatifin de öncülüğünü yapmayı planlıyoruz.

Hepimizin ortak hedefi: şirketlerimizi büyütmek, sermaye piyasamızı büyütmek, ülkemiz ekonomisini büyütmek...

BORSA VE SERMAYE PIYASALARI ALMANYA'DA TANITILDI

Türkiye sermaye piyasalarının yurtdışında gerek bireysel, gerek kurumsal Türk kökenli ve yabancı yatırımcılara tanıtımı kapsamındaki çalışmalarımıza 2011 yılında hız verdik. Bu çerçevede, 17-18 Mayıs 2011 tarihlerinde Almanya'nın Köln ve Düsseldorf şehirlerinde, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB), İMKB Takas ve Saklama



Bankası (Takasbank), Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin (TSPAKB) de katılımıyla "Türkiye'de Yatırım, Borsa ve Sermaye Piyasası" konulu tanıtım toplantıları gerçekleştirildi.

Bahsi geçen toplantılarda, Almanya'da yerleşik Türk kökenli vatandaşlarımızın Türkiye sermaye piyasası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, Türkiye'deki sermaye piyasası ve genel olarak mevzuatı, takas ve saklama işlemleri, Almanya'daki Türk yatırımcı profili ve yatırımcı hizmetleri ile ilgili bilgilendirilmesi, Türk sermaye piyasasının ve piyasadaki fırsatların anlatılması amacıyla sunumlar ve konuşmalar yapıldı.

TD-İHK (Türk Alman Ticaret ve Sanayi Odası) ve ATİAD'ın (Avrupa Türk İş Adamları ve Sanayicileri Derneği) evsahipliğinde gerçekleştirilen ve farklı sektörlerden işadamları, profesyoneller, akademisyenler ve öğrencilerden oluşan çok sayıda Türk kökenli vatandaşımızın katıldığı toplantılar, yapılan tanıtımların yerindedeliği ve zamanı açısından önemli bir gösterge olarak değerlendirildi. Ayrıca, her iki toplantıda da dinleyicilerden gelen Avrupa'da yerleşik şirketlerin Türkiye'de halka açılması için ne gibi şartların sağlanması gerektiğine ilişkin sorular üzerine dinleyicilere söz konusu şartlar konusunda bilgi verildi ve 2010 yılında başlattığımız Halka Arz Seferberliği kapsamında halka açılmak isteyen küçük ve orta ölçekli şirketlere tanınan fırsatlar aktarıldı.

Halka Arzlarda Fiyat Tespit Yöntemleri

“Halka arz fiyatı, şirketin İMKB’de işlem göreceği referans fiyatını da oluşturacağından, şirket hisselerinin Borsa’da göstereceği fiyat performansı, şirketin gelecekte yapacağı veya yapmayı planladığı sermaye piyasası işlemlerini de doğrudan etkileyecektir. “

Halka arz süreci, halka arzda yer alan tüm taraflar için yüksek önem taşıyan bir süreçtir. Halka açılan şirket için halka arz, önemli kilometre taşlarından biridir. Yatırımcılar için halka arzda hisse senedi almak önemli bir fırsat yaratabilir. Diğer taraftan, arza aracılık eden yatırım bankası ise bu prestijli işlemde hem yatırımcıların hem de arz yapan şirketin beklentilerini ve ihtiyaçlarını göz önüne alarak, arzın temel yapıtaşlarını doğru tasarlamak zorundadır.

Bu yapıtaşlarından belki en önemlisi olan halka arz fiyatının doğru olarak tespit edilmesi, halka arz işleminin başarısı açısından yüksek önem taşır. Zira, halka arz fiyatı, şirketin İMKB’de işlem göreceği referans fiyatını da oluşturacağından, şirket hisselerinin Borsa’da göstereceği fiyat performansı, şirketin gelecekte yapacağı veya yapmayı planladığı sermaye piyasası işlemlerini de doğrudan etkileyecektir. Hepsinden önemlisi, yanlış tespit edilen fiyat yüzünden olabilecek en kötü gelişme, halka arzın ertelenmesi veya iptal edilmesidir ve bu da halka arz fiyatının doğru olarak tespitinin önemine işaret etmektedir.

Halka arz fiyat tespitinde iki nokta ciddi önem arz etmektedir. Bunlardan birincisi, şirket hisselerinin değerinin doğru ve sağlıklı olarak tespit edilmesidir. İkinci nokta ise, yatırımcı beklentileri dikkate alınarak, bu değerlendirme ile fiyat arasında oluşacak farkı belirleyecek halka arz iskontosunun doğru olarak oluşturulmasıdır. Yatırım bankasına, bu iki fonksiyon yerine getirilirken ciddi görev düşmektedir.

Hisse değeri belirlenirken kullanılan

iki ana yöntem, indirgenmiş veya iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi (“İNA”) ve piyasada işlem gören benzer şirketlerin belirli finansal büyüklükleri ile piyasa değeri arasında ilişki kuran piyasa çarpanları yöntemleridir.

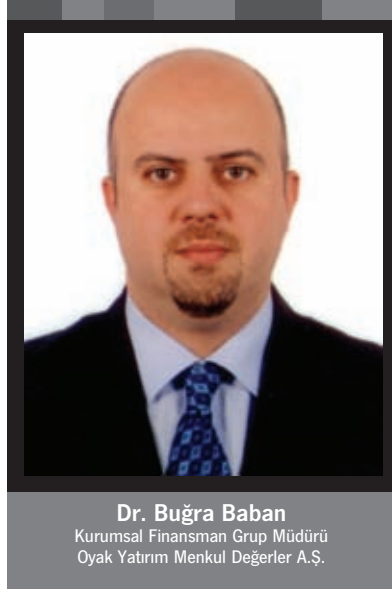
İNA yöntemi, bir varlığın bugünkü değerinin, o varlığın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının doğru iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesi ve bu değerlerin toplanmasından yola çıkar. Varlığı şir-



ket olarak düşündüğümüzde, bu yöntemi iki farklı şekliyle hisse değeri belirlemek için kullanabiliriz. Bunlardan birincisi, şirketin yükümlülük sahibi olduğu tüm taraflara (kreditörler ve sermayedarlar) yaratacağı nakit akımlarının, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM") ile indirgenerek bugünkü değerlerinin tespit edilmesi, bunların toplanarak firma/şirket değerinin belirlenmesi ve bu değerden şirketin sahip olduğu net finansal borcun düşülmesi ile özkaynak değerinin hesaplanmasını temel alır. Diğer ise, şirketin hissedarları için yaratacağı nakit akımlarının projeksiyonlarının yapılması, bu nakit akımlarının özkaynak maliyeti ile indirgenerek bugünkü değerlerinin bulunması ve bunların toplanarak özkaynak değerine ulaşılmasıdır.

İNA analizi, yukarıdaki kısa anlatımdan da anlaşılacağı gibi detaylı bir analizdir ve gerçekleştirilirken şirketin mali tablolarının incelenmesi, gelecekteki iş planlarının sağlıklı bir şekilde ortaya konması ve projeksiyonlarının yapılmasını da içeren süreçler içerir. Diğer yandan, şirketin özellikle maliyet yapısı ve gelecekte ilgili planlamaları bu analize yansıtıldığında, değerlendirme için en sağlıklı sonucu verir.

Piyasa çarpanları analizinin uygulaması İNA analizine göre son derece kolay ve basit olmakla beraber, özellikle yüzeysel bir şekilde uygulanmasının belli başlı sakıncaları vardır. Genel anlamda piyasa çarpanları analizinde, şirketin değeri, benzer bir şirketin veya benzer şirketlerin piyasa değerlerinin veya firma değerlerinin, finansal tablolarındaki belli bazı değerlere oranlanmasıyla hesaplanan çarpan ile belirlenir. Piyasada kullanılan belli başlı çarpanlar, Fiyat / Kazanç ("F/K"), Şirket Değeri / Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar ("ŞD/FA-VÖK"), Şirket Değeri / Satışlar



("ŞD/Satış") ve Piyasa Değeri / Defter Değeri ("PD/DD") çarpanlarıdır. Bu çarpanların hesaplanması son derece hızlı ve basit olup, bu yüzden yatırımcılar tarafından en sık kullanılan değerlendirme yöntemleri olarak göze çarpmaktadır. Gene de, piyasa çarpanları kullanılırken, bazı noktalar gözden kaçarsa, fiyat tespiti açısından yanıltıcı sonuç verebilirler.

- Piyasa çarpanları analizini kullanmak için halka açık bir "benzer şirket" in olması gerekir. Bu anlamda, piyasada işlem görmeyen bir sektörde faaliyet gösteren bir şirket için sağlıklı karşılaştırma yapılabilecek bir benzer şirket bulmak kolay olmayabilir. Hatta, benzer şirket piyasada işlem görse bile, bu şirketin halka açıklık oranının ve likiditesinin de yeterli ölçüde fazla olması ve piyasanın bu benzer şirkete biçtiği değer "makul" değer olması gerekir.

- İki şirket aynı sektörde işlem görse bile, birbirlerine benzer şirket olmayabilirler. Özellikle, şirketlerin büyüme potansiyelleri, şirketlerin çarpanlarının birbirine göre primli veya iskontolu olmasına sebep ola-

bilir. Bu da doğal olarak, halka açık işlem gören şirketin, sağlıklı karşılaştırma yapılabilecek bir benzer şirket olmasına engel olur.

- Yatırımcılar, yatırım kararı verirken, şirketin bugününden ziyade geleceğine bakarak karar verirler. Bu yüzden, gelecekte karlı büyüme gösterecek sektörler, diğer sektörler göre "primli" yani daha yüksek çarpanlara sahip şirketler barındırırlar. Diğer yandan, kronik olarak zorluklar yaşayan sektörlerdeki şirketler piyasa geneline göre daha iskontolu çarpanlara sahip olurlar. Piyasa çarpanları analizinde ortaya çıkan bu durum, çarpan analizinde şirketlerin finansal tablo projeksiyonlarında ortaya çıkan büyüklükler kullanılarak bir miktar önlenebilir.

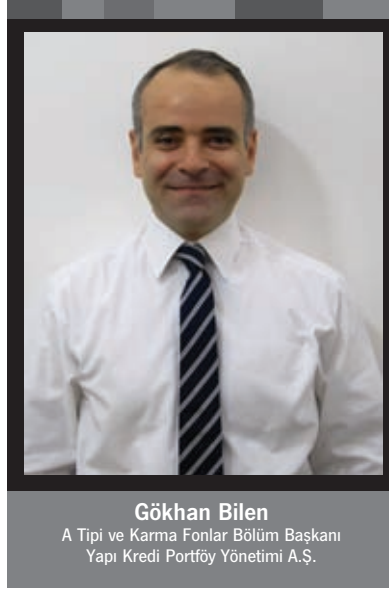
Piyasa çarpanlarında dikkat edilmesi gereken bir diğer nokta da şudur: Eğer halka arz fiyatı ile hesaplanan piyasa değeri ile hesaplanan çarpanlar, piyasa geneline ve benzer şirketlerin işlem gördüğü sektöre göre bir prim / iskonto içeriyorsa, bunun sebebi (yüksek büyüme beklentisi, gelecekte ortaya çıkacak olan karlılık artışı, vb.) yatırımcılara çok iyi anlatılabilir olmalıdır.

Tüm bu analizler sonrası şirketin değeri tespit edildikten sonra, fiyat tespit edilme aşamasına gelinir. Değer ve fiyat arasındaki fark ise, halka arz iskontosunu oluşturduğundan, fiyat tespit edilirken, hem yatırımcıların hem de şirketin beklentisini karşılayabilecek bir halka arz fiyatı tespit edilmesi, halka arzın sağlıklı olması açısından büyük önem taşır. Eğer halka arzda, yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılardan bir fiyat bandında talep toplanacaksa, bu bandın çok geniş olmaması ve yurtiçi bireysel yatırımcıların talebi için belirsizlik yaratmaması, halka arz fiyatı belirlenirken dikkat edilmesi gereken bir diğer noktadır.

Kurumsal Yatırımcılar Nasıl Hisse Senedi Seçer?

Son dönemde şirketlerin mevcut ekonomik konjonktürün, düşen faiz ortamının ve değişen yatırımcı profilinin de etkisiyle halka arz yoluyla fon teminine daha çok başvurduğunu görmekteyiz. Buna karşılık Kurumsal Yatırımcılar halka arzlarda seçici davranarak, bazı hisse senetlerini portföylerine eklerken bazılarını talep göstermemekteler. Bu kararı alırken yatırımcılar, özellikle şirketin faaliyet gösterdiği sektörü, şirket finansallarını ve varsa bağlı bulunduğu ortaklıklar veya ilgili şirketler gibi kriterleri dikkate alarak seçim yapıyorlar.

Yeni halka arzlarda hisse senedi seçiminde, öncelikli olarak, halka arz edilen şirketin bulunduğu sektörün büyüme potansiyeli ile birlikte rakiplerine göre bu şirketin avantajları ve fiyatlama politikaları dikkate alınmaktadır. Şirketin yüksek rekabet ortamında rakiplerine göre daha dinamik, yenilikçi ve pazarlama faaliyetlerinde piyasa koşullarına uyum sağlayabiliyor olması göz önünde bulundurulur. Bunun yanı sıra şirket finansalları dikkatle incelenerek değerlendirilir. Bu değerlendirmelerde iskonto edilmiş nakit akımı yaklaşımına göre firma değeri ve halka arz firma değeri kıyaslandığında ne kadar iskonto içerdiğine bakılır ve bunun yanı sıra karşılaştırmalı analizler yapılarak (fiyat/kazanç, fiyat/defter değeri, fiyat/satış, fiyat/EBİTDA çarpanları) sektördeki rakip şirketler ile kıyaslanır ve finansal verileri kontrol edilir. Halka arz edilen hisse senetlerinin iskontolu olması ve ikincil piyasada yeni ortaklara kazanç sağlanması beklenmektedir. Bu bağlam-



Gökhan Bilen

A Tipi ve Karma Fonlar Bölüm Başkanı
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

da halka arz edilen hisse senetlerinin yalnızca eski ortaklarının değil yeni ortaklarının da çıkarlarını göz etmesi gerekmektedir.

Bunların yanı sıra kurumsal yönetim önemli bir kriter olarak öne çıkmaktadır. Bu kapsamda şirket herhangi bir gruba bağlı ise veya ona bağlı bulunan ortaklıklar var ise bu grubun veya şirketlerin piyasadaki bilinirliğinin yanı sıra finansalları, borsaya kote iseler geçmiş performansları, kamuyu aydınlatma konusundaki titizlikleri, şirketlerin şeffaflığı gibi etkenler de kurumsal yatırımcılar için hisse senedi seçiminde dikkate alınan hususlardır.

Ek olarak halka arz edilen hisse senetlerinin teknik özelliklerine göre taşıdıkları bazı önemli kriterler bulunmaktadır. Bunların başında halka arzın ortak veya ortakların satışından mı yoksa sermaye artırımını nedeniyle mi olduğu dikkate alınmak-

tadır. Genel itibarıyla ortakların gerçekleştirdiği satışlar piyasa tarafından olumlu algılanmazken, sermaye artırımını, şirketin büyüyecek olduğunun göstergesi olarak düşünülmemektedir.

Halka arz esnasında arzın tipinin yanı sıra kimlere gerçekleştirildiği de önemlidir. Bireysel yatırımcılar, yerli kurumsal yatırımcılar ve yabancı kurumsal yatırımcılar arasında dengeli bir paylaşım olması en olumlu karşılanan durumdur. Bu nedenle halka arz dönemi boyunca piyasa oyuncuları yüksek iletişim ile talebin ağırlıklı kimden geldiği yönünde bilgi sahibi olmaktadır. Bu dağılımın dengeli olmaması halka arz dönemi sona erdiğinde piyasadaki likiditenin yeterli olmamasına neden olabilmekte ve buna bağlı olarak da hisse senetlerinde kötü performans gözlenmektedir.

Son dönemde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda halka arz edilen şirket hisse senetlerindeki performansların düşük olması bu yukarıda saymış olduğumuz kriterlerin bir ya da birden fazlasının göz ardı edilerek talep gösterilmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Önümüzdeki dönemde bu kriterlere daha çok dikkat edildiği takdirde benzer senaryolarla karşılaşmayarak piyasa derinliğini, şirket ve sektör çeşitliliği ile birlikte yatırımcı sayısının artırılabilceğini, diğer yandan hisse senetlerine yatırım yapmaktan çekinen bireysel yatırımcıların da benzer kriterleri dikkate alarak seçimlerini yönlendirmesi ile her açıdan daha sağlıklı bir sermaye piyasasına sahip olacağımızı düşünmekteyiz.

FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 3. ÇEYREK / 2011

Fon Yöneticilerinin Gözü Cari Açıkta Perakende Sektörüne İlgisi Artıyor

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi”ne göre, cari açık verisi en önemli gösterge olacak. Üçüncü çeyreğin yatırım aracı olarak mevduat öne çıkarken, arkasından hisse senedi geliyor. Borsada ilgi çeken sektörlerde ise gayrimenkulün yerini, perakende sektörü alıyor.

Ekonomide beklentiler ikinci çeyreğe göre farklılaştı

Q3 Türkiye ekonomisinin;	%
Çok daha iyiye gideceğini düşünüyorum	—
Biraz daha iyiye gideceğini düşünüyorum	%25
Mevcut seyrini koruyacağını düşünüyorum	%36
Biraz kötüye gideceğini düşünüyorum	%39
Kötüye gideceğini düşünüyorum	—

Kolektif yatırım araçları piyasasının yaklaşık yüzde 90'ını temsil eden Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin katılımıyla gerçekleştirilen “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi”, üçüncü çeyrekte ekonomik beklentilerin farklılaştığını gösterdi. 28 fon yöneticisinin katıldığı anket, katılımcıların %39'unun ekonominin biraz kötüye gideceğini, yaklaşık %36'sının mevcut seyrini sürdürmesini beklediğini gösterdi. İkinci çeyrekte anket katılımcılarının yüzde 71'i ekonominin mevcut durumdan farklı olmayacağı beklentisindeydi.

İkinci çeyreğin yatırım aracı MEVDUAT

Q3 Yatırım aracı hangisi olur?	%
Mevduat	%39
Hisse senedi	%28
Altın ve emtia	%18
Tahvil ve hazine bonosu	%7
Döviz	%11

Ankete katılan fon yöneticilerinin yatırım tercihlerinde mevduat, üçüncü çeyrek için diğer yatırım araçlarına üstünlük sağladı. Geçen çeyreğin en çok tercih edilen yatırım aracı olan hisse senedi ve altın ile diğer emtia mevduatı izledi. Tahvil ve hazine bonosu ise en az tercih edilen yatırım aracı olarak belirlendi.

Piyasaların yönünü sorunlu Avrupa ekonomilerinin durumu belirler

Q3 Piyasalarda belirleyici olacak etken	%
Türkiye'nin kredi notu beklentileri	%0.0
Seçim sonuçları	—
Ekonomik veriler	%32
Q2 sonrası FED politikaları	%21
Avrupa'daki sorunlu ekonomiler	%46

Anketin üçüncü çeyrekte piyasaların yönünde öncelikli belirleyici olacak faktörlere ilişkin sorusu, katılımcıların %46'sı Avrupa'da ekonomilerinde sorun yaşayan ülkelerin durumunu takip edeceklerini ortaya koydu. Bu gruba %32 ile ekonomik veriler izledi. En fazla izlenecek ekonomik verilerin başında cari açık belirtildi.

Fon yöneticilerinin gözü CARİ AÇIK verisinde olacak

Q3 en çok hangi ekonomik veri takip edilecek?	%
Enflasyon	%7
Cari açık	%86
Petrol fiyatları	%7
Dış ticaret rakamları	—
Büyüme rakamları	—

Türkiye'nin rekor düzeye çıkan cari açık rakamı fon yöneticilerinin dikkatini bu veriye çevirmiş görünüyor. Üçüncü çeyrek için katılımcıların yüzde 86'sı cari açığı en fazla takip edilecek ekonomik veri olarak belirtti.

3. ÇEYREKTE YATIRIM ARAÇLARI

Gösterge bono faizi

Gösterge faiz	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK %
EN DÜŞÜK	8,74		
EN YÜKSEK	9,73		
ÇEYREK SONU	9,28	8,50	10,50
YILSONU	9,14	8,50	10,50
Q2 YILSONU	9,26	7,50	11,50

İkinci çeyreği yüzde 9,18 düzeyinde kapatan gösterge bono faizi için üçüncü çeyrek sonu itibarıyla beklentilerin ortalaması yüzde 9,28 olurken, en yüksek faiz değeri için ortalama beklenti yüzde 9,73 olarak gerçekleşti.

Yıl sonu faiz düzeyi beklentileri yüzde 8,50-10,50 aralığında verilirken, ortalaması ise yüzde 9,14 ile önceki çeyrekte verilen tahminlerin altına indi. (Q2 yılsonu-%9,26)

TCMB politika faiz oranı

TCMB politika faizi	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK %
EN DÜŞÜK	6,25		
EN YÜKSEK	6,60		
ÇEYREK SONU	6,53	6,25	8,00
YILSONU	6,80	6,25	8,00
Q2 YILSONU	7,40	6,00	8,50

Anket, Merkez Bankası'nın son toplantısında da yüzde 6,25'te sabit bıraktığı politika faiz oranının üçüncü çeyrek sonu itibarıyla ortalama yüzde 6,50 düzeyine yükselmesinin beklendiğini ortaya koydu. Fon yöneticileri politika faizinin mevcut seviyesinin altına inmesini beklemiyorlar. Yılsonu düzeyi için ise beklentilerin ortalaması yüzde 6,80 ile önceki çeyrekte verilen tahminlerin ortalamasına göre (%7,40) oldukça geriledi.

İMKB-100 endeksi

İMKB-100	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
EN DÜŞÜK	57,535		
EN YÜKSEK	66,826		
ÇEYREK SONU	63,996	52,000	70,000
YILSONU	66,589	55,000	75,000
Q2 YILSONU	70,484	44,000	80,000

İkinci çeyreği 63,269.40 puandan kapatan İMKB-100 endeksinin, üçüncü çeyrekte 57,535-66,826 aralığında dalgalanabileceği tahmin edildi. Çeyrek sonu için kapanış tahminlerinin ortalaması 63,996 puan ile ikinci çeyreğin biraz üzerine çıkılacağı beklentisini ortaya koydu.

Yılsonu kapanış tahminleri ortalaması 66,589 ile önceki çeyrek tahminlerine göre (70,484) oldukça geriledi. Ancak endeksin görebileceği en düşük puan beklentisi önceki çeyreğe göre artış gösterdi.

ABD Doları/TL kuru

USD/TL	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
EN DÜŞÜK	1,58		
EN YÜKSEK	1,68		
ÇEYREK SONU	1,62	1,54	1,80
YILSONU	1,62	1,53	1,75
Q2 YILSONU	1,58	1,50	1,75

Dolar/TL kuru için üçüncü çeyrek ortalama beklentisi 1,62 düzeyinde gerçekleşti. Bu sonuç ikinci çeyrek sonunda 1.6224 düzeyinde olan kurun fazla değişmesinin beklendiğini gösterdi.

Yılsonu tahminlerinin ortalaması da yine 1,62 düzeyinde oluşurken, önceki çeyrekte verilen 1,58 düzeyine göre hafif artış gösterdi.

Euro/TL kuru

EUR/TL	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
EN DÜŞÜK	2,22		
EN YÜKSEK	2,39		
ÇEYREK SONU	2,30	2,20	2,40
YILSONU	2,29	2,20	2,40
Q2 YILSONU	2,17	2,00	2,40

Euro/TL kurunun üçüncü çeyrek sonunda ortalama 2,30 olarak tahmin edilen kurun, önceki çeyreği 2,3463 düzeyinde kapattığı dikkate alınrsa, hafif gerileyeceği tahmin ediliyor. Yıl sonu tahminlerinin ortalaması ise 2,29 ile geçen çeyrekte yılsonu için yapılan tahminlerin (2,17) üzerine çıktı.

Yatırım fonları net aktif değeri (milyon TL)

	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
A TİPİ	1,747	1,200	2,000
B TİPİ	31,324	29,000	33,000
EMEKLİLİK	14,040	12,800	15,000

A tipi fonların üçüncü çeyrek sonu itibarıyla ulaşabileceği büyüklük ortalama 1.75 milyar TL, B Tipi için 31.3 milyar TL olarak hesaplandı. Emeklilik fonlarının ise ortalama 14 milyar TL büyüklüğe ulaşabileceği bekleniyor.

Yatırım fonlarının net aktif değeri ikinci çeyrekte 30,5 milyar TL düzeyinde gerçekleşti. A Tipi fonlar 1,8 milyar TL, B Tipi fonlar ise 28,7 milyar TL düzeyindeydi. Bireysel Emeklilik Fonları'nın net aktif değeri 13,3 milyar TL oldu.

ANAPARA KORUMALI, GARANTİLİ FONLAR ÖNE ÇIKIYOR

Anket sonuçlarına göre, üçüncü çeyrekte yatırımcılardan en fazla ilgiyi anapara korumalı, garantili fonların görmesi bekleniyor. Önceki çeyreğin gözdesi A tipi hisse fonlar ikinci sırada yer aldı. Bu fonları B Tipi değişken fonlar, B Tipi tahvil-bono fonları ile emtia ve altın fonları takip etti.

GAYRİMENKULÜN YERİNİ PERAKENDE SEKTÖRÜ ALDI

Fon yöneticilerinin ilk iki çeyrekte gözdesi olan sektörlerden bankacılık ve enerji değişmezken, gayri-

menkul sektörünün yerini perakende sektörü aldı.

Bankacılık sektörü anketin sektör tercihleri sorusunu cevaplayan 26 fon yöneticisinden 18'inin listesinde yer alırken, bu sektörü 13 kişinin tercih ettiği perakende sektörü izledi. Daha sonra da enerji geldi.

3. Çeyrekte Fon Portföyle- rinde Planlanan Pozisyonlar

Hisse senetleri : Katılımcıların %39'u hisse senetleri pozisyonunu değiştirmeyecek, yaklaşık %36'sı ise artıracak.

Kamu borçlanma araçları: Katılımcıların %43'ü azaltacak, %32'si artıracak.

Özel sektör borçlanma araçları: Katılımcıların yüzde 43'ü pozisyonlarında değişiklik yapmayacak.

Emtia: Katılımcıların yarısı pozisyonlarında değişiklik yapmayacak.

Altın: Katılımcıların %43'ü pozisyonunu değiştirmeyecek, yaklaşık %36'sı ise artıracak.

Yabancı menkul kıymetler: Fon yöneticilerinin yaklaşık %54'ü pozisyonlarında değişiklik yapmayacak.

Döviz: Fon yöneticilerinin %39'u pozisyonlarını değiştirmeyecek, yaklaşık %36'sı azaltacak.

Anket Katılımcılarının Kurumları

- Ak Portföy Yönetimi A.Ş.
- Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.
- Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.
- Ata Portföy Yönetimi A.Ş.
- Camış Menkul Değerler A.Ş.
- Eczacıbaşı Portföy Yönetimi A.Ş.
- Finans Portföy Yönetimi A.Ş.
- Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.
- HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
- İş Portföy Yönetimi A.Ş.
- Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
- TEB Portföy Yönetimi A.Ş.
- Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
- Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.
- Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.
- Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.





Türkiye'nin rekor cari açığı, nedenleri, etkileri

Türkiye için büyük ölçüde yapısal olan cari açık sorununu orta-uzun vadede çözüme ulaştıracak çözümler kur ve para politikası dışındaki alanlarda aranmalıdır. En hızlı sonuç ise, ara malı ithalatı bağımlılığını azaltmakla sağlanabilecektir

Cari açıktan endişe etmeyi bırakıp onunla yaşamayı nasıl öğrendim?

Nisan sonu itibarı ile son 12 aylık cari açığın 64 milyar dolara ulaşması ve milli gelire oranla %8'e yaklaşması, bu eğilim korunduğu müddetçe daha da yüksek seviyelerin görülebileceğini düşündürüyor. Ancak, cari açığın yüksek petrol fiyatları dışında yüksek seyreden büyümeden de olumsuz etkilendiğini unutmamak gerekir. Sanayi üretimi verileri ilk çeyrekte %10 civarı bir büyüme gerçekleşeceğini, bunun ise geçen yılın son çeyreğinden dahi güçlü olduğunu yansıtmıştı. Dolayısıyla, ilk çeyrekte cari dengenin hızlı bozulmasını bu gelişmenin bir yansıması olarak görmek gerekir. **Zaten cari açıktaki hızlı genişleme eğilimini kontrol altına almak için "yumuşak iniş" olarak adlandırabileceğimiz, yani büyüme hızının daha makul seviyelere geri gelmesi olarak tanımlayabileceğimiz bir durumun şartlarının oluşmasının gerekli olduğu açıktır.** Şu ana kadar TCMB ve diğer kurumlar tarafından alınan ve alınabilecek önlemlerin bu hedef doğrultusunda hayata geçirildiğini düşünüyorum.

Türkiye tarihinde ilk kez bu seviyede bir cari açık vermektedir. Daha önceki rekor küresel kriz öncesi ulaşılan %6.7 seviyesiydi. Bu gelişmenin bir diğer olumsuz tarafı da, enerji dışı cari açıktaki da kötüleşme işaretleri alınmasıdır. Önceki zirvesi %1.3 civarında olan enerji-dışı cari açık Nisan sonunda %3.3'e dayanmış bulunmaktadır. Bu ise açılmanın sadece yüksek enerji fiyatlarından kaynaklanmadığını göstermektedir, yumuşak inişin gerekliliği tespiti teyid etmektedir. **Ben cari açık ile finansmanı arasındaki nedenselliğin, finansman tarafından başlatıldığını düşünenlerdenim.** Yani örneğin yurtdışından bir makine alımı gerçekleştireceksek, önce bununla ilgili finans-



Haluk Bürümcekçi
BaşEkonomist
EFG Istanbul Equities Menkul Değerler A.Ş.

Dış finansman imkanlarının durumu cari açığı hangi noktaya kadar genişletebileceğimizi, yani büyüme hızını nereye kadar yükseltebileceğimizi gösterir. Cari açık bir nevi büyümenin hız limiti gibidir.

manı (uzun vadeli kredi) sağlarız. Buradan ise şu çıkarım yapılabilir, eğer bu finansman imkanı yoksa zaten bu alımı gerçekleştirmemiz mümkün olmaz. Dolayısıyla, dış finansman imkanlarının durumu cari açığı hangi noktaya kadar genişletebileceğimizi, yani büyüme hızını nereye kadar yükseltebileceğimizi gösterir. **Cari açık bir nevi büyümenin hız limiti gibidir.** Bu şekilde bakıldığında, riskin kurdaki sıçra-

madan çok büyüme hızı üzerinde (daralma riski) olduğu görülür. Zira, içinde bulunduğumuz dalgalı kur rejiminde kurdaki sıçrama, cari açık görünümü çok iyi olsa, ya da finansman kalitesi çok iyi olsa da, ufak bir portföy çıkışı ile de gerçekleşebilir. Büyüme hızını potansiyel büyüme hızına yaklaştıracak her türlü tedbir alınmalıdır. Burada önemli olan unsur, tedbirlerin dengeleri gözeterek alınması ve kesinlikle sıkı bir koordinasyon içinde gerçekleştirilmesidir. İlk akla gelen tedbirler genellikle kısa vadeli çözümlerden oluşurken, **Türkiye için büyük ölçüde yapısal olan cari açık sorununu orta-uzun vadede çözüme ulaştıracak çözümler başka taraflarda (kur ve para politikası dışındaki alanlarda) aranmalıdır. En hızlı sonuç ise, ara malı ithalatı bağımlılığını azaltmakla sağlanabilecektir.**

Son dönemde, dış ticarete yapısal dönüşümün gerekli olduğu yönünde "eğitim şart" tespitine çok benzer bir sürü değerlendirme görmekteyim. Herhalde büyük bir kesimin bu dönüşümden anladığı Türkiye'nin net ihracatçı olması, yani ihracatı ithalatından fazla olan bir ekonomi haline dönüşmesidir. **Bazılarının ihracata dayalı büyüme olarak da lanse ettiği bu büyük hayal, her kriz döneminde daha doğrusu ekonominin daraldığı dönemlerde, hızla daralan dış ticaret açığı ve bu doğrultuda düşen cari açık ile yeniden canlanır ama ekonomi toparlandıkça bu eğilimler hızla ortadan kalktığından, daha doğrusu dış açık aslında büyük ölçüde yapısal olduğundan yerini bir süre sonra hayal kırıklığına bırakır.** Yapısallığın ise iki boyutu bulunmaktadır; Birincisi, Türkiye'nin enerji ithalatçısı bir ülke olmasıdır. Türkiye'de zengin bir ham petrol ve doğalgaz rezervi

Doğrudan veya dolaylı olarak daha fazla ithal hammadde ve malzeme kullanan taşıt araçları, dayanıklı tüketim malları, ana metal gibi sektörlerin geçmiş dönemde yüksek büyüme oranlarına ulaşması, ekonomi genelindeki ithal girdi kullanım oranının artmasına önemli katkı yapmaktadır.

bulunmadıkça burada bir değişim beklenmemelidir. İkinci önemli yapısal faktör ise, ihracatımızın ara malı ithalatına bağımlılığının yüksek olmasıdır. Bu belki çok bilinen ve tekrarlanan bir tespit gibi durmaktaysa da temel olarak 2001 krizi sonrasında yapılan çalışmalara dayanmaktadır, yani aslında yeni anlaşılmış bir durumdur. Buna göre, gelişmekte olan ülkeler arasında, imalat sanayii genelinde ihracat miktarı başına ithal ara malı oranında 1'in üzerindeki değeriyle Türkiye en yüksek orana (Çin en düşük) sahip ülke olarak çıkmaktadır. Yapılan yeni çalışmalar, son yıllarda daha da güçlendiği gözlenen bu eğilimin ne ölçüde yapısal, ne ölçüde diğer faktörlere dayalı olduğunu ortaya koymakta ve dış ticaretin dinamiklerinin çok daha iyi anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Bu yazıda, TCMB tarafından 2009 yılı sonunda gerçekleştirilen bu çalışmaların temel tespitlerini aktarmaya çalışacağım. Birinci çalışma, küreselleşmenin dış ticaret dinamiklerini nasıl değiştirdiğine değiniyor. **Bu çalışmada yapılan ilk tespit, geçen yüzyılın ilk yarısında uluslararası**



ticaretin temelini oluşturan endüstriler arası ticaretin, günümüzde yerini endüstri içi ticarete bıraktığı şeklindedir. Uluslararası ticaret, farklı ürün gruplarının değişiminden ziyade, benzeşen ürün gruplarının değişimine dayalıdır. Otomotiv sektöründeki gelişmeler buna iyi bir örnektir. Bu gelişmeye paralel olarak, yapılan **ikinci tespit, gelişmekte olan ülkelerin ihracatında sanayi ürünlerinin payının artması, gelişmiş ülkelerin ihracatının ise sanayi ürünlerinden hizmetlere kaymakta olduğudur.** Gelişmiş ülkeler araştırma geliştirme faaliyetleri, kalifiye iş gücü ve teknolojik bilgi birikimindeki avantajlarını kullanarak piyasaya yeni ürünler ve teknolojiler sunmakta, zamanla bu yeni ürünler standart teknolojiler ve kalifiye olmayan iş

gücü tarafından da üretilebilir hale gelmekte, üretim merkezleri gelişmiş ülkelere taşınmaktadır. **Üçüncü tespit ise, küresel ticaretteki bir diğer gelişme olan "dikey uzmanlaşma" olgusuna ilişkindir.** Teknolojik gelişmeler, firmaların üretim faaliyetlerini, farklı faktör yoğunluğuna sahip alt süreçlere bölerek, her süreci farklı bir ülkede gerçekleştirmelerine olanak vermektedir. Böylelikle, firmalar her süreci en avantajlı bölgede gerçekleştirebilmekte ve maliyetlerini düşürebilmektedir. **Dördüncü tespit ise, küresel üretim zincirlerinin çoğunlukla çok uluslu şirketler tarafından yönlendirilmesi ve doğrudan yatırımların bu süreçte oynadığı role ilişkindir.** Bu yatırımlar genellikle gelişmekte olan ülkelerin ihra-

catını artırırken, yeni sermaye ve teknoloji ihtiyacını da beraberinde getirmektedir. Öte yandan, dikey uzmanlaşmayı gerektiren bu yeni ticaret sistemi, ekonomilerin ithalat bağımlılıklarını artırmaktadır. Küresel üretim zincirlerinin yaygınlaşmasıyla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde çok uluslu şirketler için üretim yapan firmaların, gerekli kalite düzeyine ulaşabilmek için ara ve yatırım mallarını, ana firmanın ticari bağlantılarının bulunduğu diğer ülkelerden ithal etmeleri zorunlu hale gelmektedir.

Sonuçlarından bahsedeceğim ikinci çalışma olan "Türkiye İmalat Sanyinde İthalat Yapısı" çalışmasında ise tüm sektörleri temsil eden 145 firma üzerinden, küresel eğilimlerin ekonomimize etkileri incelenmekte, özellikle ithal girdi payındaki değişimin nedenlerini bulmak amaçlanmıştır.

Firmalar temelde iki faktörün etkisiyle bu ithal girdi payının artmakta olduğunu belirtmektedir.

- 1) Firmaların ithal ara ve yatırım malı kullanımına yönelik eğilimlerinin artması,**
- 2) Ekonominin dış ticaretteki uzmanlaşma yapısında görülen değişim.**

İlk faktör için firmalar, **temel ara ve yatırım mallarında yurt içi üretim miktarındaki yetersizliği ithalata yönlendiren en önemli unsur (bu faktör toplam ara ve yatırım malları ithalatının yaklaşık %60'lık bölümünü açıklamakta)** olarak belirtmişlerdir. Kaliteli ara ve yatırım malı kullanma gereği, firmaları ithalata yönlendiren bir diğer önemli unsur (toplam ara ve yatırım malı ithalatının yaklaşık %20'lik bölümünü bu faktörle ilişkilendirmekte) olarak iletilmiştir. **İkinci faktör ise, esasen, yeni uzmanlaşma yapısında öne çıkan sektörlerin ithalata bağımlılık oranının geleneksel emek-yoğun sektörlerden**

daha yüksek olmasıdır. Doğrudan veya dolaylı olarak daha fazla ithal hammadde ve malzeme kullanan taşıt araçları, dayanıklı tüketim malları, ana metal gibi sektörlerin geçmiş dönemde yüksek büyüme oranlarına ulaşması, ekonomi genelindeki ithal girdi kullanım oranının artmasına önemli katkı yapmaktadır. Çalışmanın sonuç kısmında ise, bu yazının en başında tekrarladığım tespitlere çok yakın özet bir değerlendirmede bulunmaktadır. Burada tekrarlamamın faydalı olacağını düşündüm; "Türkiye ekonomisinde ithalata bağımlılık sorununun esas itibarıyla yapısal bir nitelik taşıdığı söylenebilir. Diğer bir ifadeyle, ülkemizin doğal kaynak yapısı, hammadde ve ara malı üretimine yeterli kaynak ayrıl(ma)maması, kaliteli ara malı teminindeki güçlükler, firmaların üretimin yüksek katma değerli aşamalarında uzmanlaş(ma)maması ve yatırım mallarında üretim yeteneğinin çok sınırlı olması gibi nedenlerle ithalata bağımlılık oranının yüksek olduğunu, dış ticaretteki uzmanlaşma yapısında meydana gelen değişimin de bu oranı daha yüksek bir düzeye taşıdığını düşünmekteyiz. İthalata bağımlılık sorununun yapısal bir nitelik taşıması nedeniyle, küresel krizle birlikte düşen ithalata bağımlılık oranı ve daralan dış ticaret açığının, iç ve dış talebin güçlenmesiyle birlikte tekrar kriz öncesi düzeylerine yükselmesi beklenmektedir. Bu itibarla, sorunun kalıcı olarak çözülmesi ithalata bağımlılığı azaltıcı orta-uzun vadeli politikaların geliştirilmesine bağlıdır. Öte yandan, dış ticaret açığının giderilmesinde ihracat performansı büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, ihracat hacminin artırılması yanında firmaların yüksek katma değerli malların üretiminde uzmanlaşması ve/veya mevcut üretim faaliyetini daha yüksek katma değer yaratacak biçimde dönüştürmesi gerekmektedir."

Uluslararası ticarete küresel eğilim, çokuluslu şirketlerin yönlendirdiği küresel üretim zincirlerinin getirdiği dikey uzmanlaşma nedeniyle ithalata bağımlılığın artması şeklinde gözlenmektedir. Türkiye ise, bu yapısal dönüşüme ek olarak, temel ara girdilerin yurtiçi üretiminin ve/veya kalite yetersizliğinin etkisiyle bu eğilimi daha şiddetli bir şekilde hissetmektedir.

Sonuç olarak, son dönemde uluslararası ticarete küresel eğilim, çokuluslu şirketlerin yönlendirdiği küresel üretim zincirlerinin getirdiği dikey uzmanlaşma nedeniyle ithalata bağımlılığın artması şeklinde gözlenmektedir. Türkiye ise, bu yapısal dönüşüme ek olarak, temel ara girdilerin yurtiçi üretiminin ve/veya kalite yetersizliğinin etkisiyle bu eğilimi daha şiddetli bir şekilde hissetmektedir. Firmalara ilişkin veriler ithalat bağımlılığını artıran temel faktörler arasında, sanılanın aksine, fiyatlara (döviz kuru) çok yüksek bir ağırlık verilmediğini de göstermektedir. Kısa vadede karlılık üzerinde etki yapabilecek bu unsura karşılık, teknoloji ve altyapı yatırımlarının kalitesi, kalifiye iş gücünün artırılması, araştırma-geliştirme yatırımlarının teşvik edilmesi gibi unsurların orta-uzun vadede çok daha önemli olduğu açıktır.

Gelişmiş ülke borsalarında işlem gören Emtia Borsa Yatırım Fonları'na yatırım yapan

AKBANK T.A.Ş. B Tipi Birleşik Emtia Fon Sepeti Fonu

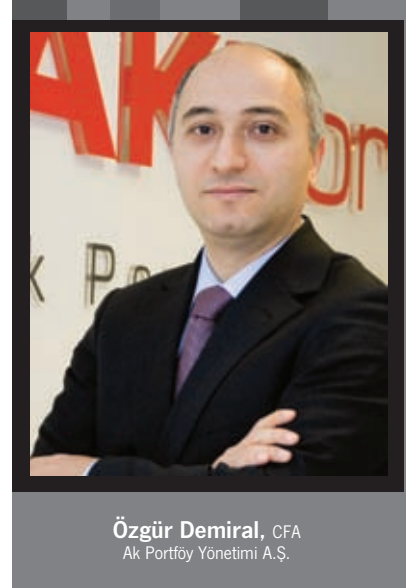
Akbank T.A.Ş. B Tipi Birleşik Emtia Fon Sepeti Fonu yatırımcının emtia piyasalarındaki fiyat hareketlerinden yararlanmasında için ideal bir platform sunmak amacıyla oluşturulmuştur. Ağırlıklı olarak gelişmiş ülke borsalarında işlem gören Emtia Borsa Yatırım Fonları'na yatırım yaparak, küresel piyasalarda yaygın olarak kullanılan Dow Jones UBS Commodity Endeksi'ni takip etmeyi hedefler. Kısa vadeli emtia piyasalarında dalgalanmaları ön planda tutmaksızın, uzun vadede getiri ve büyümeyi amaçlar.

Akbank T.A.Ş. B Tipi Birleşik Emtia Fon Sepeti son yıllarda gözlemlediğimiz ve önümüzdeki dönemde devam etmesi beklenen emtia piyasalarındaki getiri fırsatlarını yatırımcısıyla buluşturmayı hedefler. Fonun yatırım yaptığı borsa yatırım fonları arasında sektörün önde gelen şirketleri olan BlackRock'ın iShares, State Street'in SPDR, Invesco'nun PowerShares, Goldman Sachs ve Merrill Lynch'in öncü olduğu Source ETF ve ETF Securities vardır. Fonumuz, yatırımlarının en az %80'ini dünya piyasalarında işlem gören emtia ile ilgili borsa yatırım fonlarına yatırmayı hedeflemektedir. Karşılaştırma ölçütü olarak kullandığımız Dow Jones UBS Commodity Endeksi'ni fiziksel emtia üzerinde vadeli kontratlardan oluşmaktadır. Yaklaşık olarak %33 enerji,

%29 tarım, %17 endüstri metalleri, %15 değerli madenler ve %6 canlı hayvan sektörlerinden oluşan endeksin oluşturulduğu sırasında likidite, risk dağıtımı, ekonomik önem ve devamlılık ilkeleri benimsenmiştir. Emtia konusunda dünyada yaygın olarak kullanılan bu endeks, özellikle dengeli risk dağıtımını öne çıkaran bir endeks olup hiçbir emtia endeksini üçte birinden fazlasını oluşturmaz.

Türkiye'nin ilk imza atan bir kurum olarak yenilikçi, dinamik yapımızı devam ettirecek yeni bir ürünü yatırımcılarımızla buluşturmak amacıyla kurduğumuz B Tipi Birleşik Emtia Fon Sepeti Fonu'nun yatırım yaptığı varlık olan emtia piyasaları, klasik yatırım araçlarının negatif getiri riski olduğu dönemlerde yukarı yönlü hareketlilik gösterebilmektedir. Bu nedenle portföylerde özellikle yüksek enflasyon riskine karşı, risk dağıtım amaçlı kullanımı yaygındır. Ayrıca ekonomik aktivitenin yüksek olduğu dönemlerde tüketim mallarına olan talebin artması, üretimde girdi olarak kullanılan emtia fiyatlarını yükseltebilir.

2007 yılının başından itibaren ve özellikle 2008 krizinden sonra dünyadaki risk iştahının göreceli olarak azaldığını gördük. Bu kriz sırasında emtia piyasalarına yatırım yapılan sermayedeki azalma, arz kesintilerine yol açtı. Bunu özellikle petrol, kömür, bakır, demir gibi piyasalarda



Özgür Demiral, CFA
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

gözlemledik. Ayrıca gübre fiyatlarının yüksek olması, su ve tarıma elverişli arazilerin kısıtlı olması da tarım sektöründeki yatırımları sınırlamıştır.

Krizden çıkmak amacıyla dünya merkez bankalarının uyguladığı gevşek para politikalarının, emtia fiyatlarında hızlı bir artışa yol açtığını gözlemlemekteyiz. Bu dönemde yatırımcılar portföy çeşitlendirmesi, mutlak getiri ve özellikle son dönemde bir enflasyon hedge aracı olarak yatırım yaptığı emtianın getirilerindeki artış hızla sürmektedir. Bu anlamda öne çıkan emtia çeşitleri pamuk, şeker, petrol, soya fa-

sulyesi, gümüş ve altın olmuştur. Ayrıca günümüzde emtiaya olan talep, arz kaynaklarındaki azalmanın emtia fiyatlarına yansımaları, Çin, Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelerde görülen hızlı ekonomik büyümenin getirdiği hammadde gereksinimi ve bu ülkelerde uygulamaya başlanan stratejik emtia rezerv oluşturma politikaları, ekonomideki durgunluğu hareketlendirmek için küresel piyasalarda artan likiditenin yatırım yapacak güvenilir varlık araması gibi nedenlerle artmaktadır.

Birçok emtianın dolar bazında fiyatlanması 2011 yılında dolara olumsuz bakan yatırımcılar için de ilgi çekici bir yatırım aracı olmasını sağlamaktadır. Amerika Merkez Bankası'nın faizleri sıfıra yakın tutması ve piyasadaki para arzının yüksek olması doların değer kaybına ve enflasyonun artmasına yol açabilir. ABD'nin tarihinde görülmemiş miktarlarda para basması, dünyadaki nüfusun hızla artması ve özellikle Çin ve Hindistan gibi gelişmekte olan ülkelerdeki yaşam standartlarının yükselmesinin emtia piyasalarına olan talebi artırdığını düşünüyoruz.

Emtia piyasalarında aşağı ve yukarı yönlü riskleri incelediğimizde, aşağı yönlü risklerin başında Amerika Birleşik Devletleri'nin fazla likiditeyi çekmeye başlaması (2011 yılı içinde beklemiyoruz) veya Çin'in beklentinin üzerinde ekonomik soğumaya girme ihtimalini sayabiliriz. Parasal genişlemenin sona ermesi senaryosunun gerçekleşse bile tek başına emtia fiyatlarında düşüşe sebep olmayacağını, ancak yükseliş için ortada olan sebeplerden birisinin ortadan kalkmış olacağını düşünüyorum. Yukarı yönlü risklerin arasında ise jeopolitik gelişmeler, aşırı küresel likidite ve gelişmekte olan ülkelerin emtia piyasalarındaki taleplerini sıralayabiliriz.

Portföy yöneticilerinin emtia piyasalarına ilgisi artarak devam etmektedir. Yurt dışında yapılan bir araştırmaya göre, portföylerinde hiç emtia bulandırmayan yatırımcıların oranı 2008 yılında %35 iken 2010 yılında %10'e gerilemiştir. Önümüzdeki üç yıl boyunca emtiaya olan yatırımlarını artırmayı planlayan yatırımcıların oranı ise %83 olarak gerçekleşmiştir.

Emtia piyasalarına yatırımlarımız borsa yatırım fonları aracılığıyla olacaktır. Dünya borsa piyasalarında varlıklarının toplamı 1 trilyon doları geçen borsa yatırım fonlarının yatırımcı açısından avantajları; düşük maliyet ve yönetim ücreti, günlük portföy şeffaflığı, işlem kolaylığı (hisseler gibi borsada alınıp satılabilme), yatırım fonları gibi riski dağıtabilme, açık uçlu olup endeks takip edebilme, katılma belgesi oluşturma ve geri alım işlemleridir. Ayrıca Avrupa'daki BYF'lerin çoğunluğu UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) standartına sahiptir.

Fonumuzun aldığı yurtdışı emtia fonlarının saklaması Citibank International Plc. güvencesinde olacaktır.

Fonumuz için alım ve satım talimatları haftalık olarak (Pazartesi günleri) gerçekleştirileceği için portföy yapılandırılması da olağandışı durumlar haricinde haftalık olarak oluşturulur. Yatırımcıların İMKB Repo Ters Repo Pazarının açık olduğu günlerde saat 12.00'ye kadar verdikleri katılma payı alım talimatları, talimatın verilmesini takip eden ilk Pazartesi gününün tam işgünü olması şartıyla Pazartesi günü hesaplanacak pay fiyatı üzerinden yerine getirilecektir. Bu durumda, katılma payları yatırımcıların hesabına hesaplamayı takip eden ilk işgünü geçecektir. Pazartesi gününün tatil ya da tam işgünü olmaması durumunda tatili takip eden ilk işgünü geçecektir. Satım talimatları ise benzer bir şekilde iade talimatının, Pazartesi günü saat 12:00'ye kadar verilmesi halinde talimatın verilmesini takip eden dördüncü işlem gününde yatırımcıların hesabına aktarılır.

Yukarıda bahsettiğimiz bütün faktörlerin, emtia piyasalarına olan ilgiyi yüksek seviyelerde tutacağına ve Akbank T.A.Ş. B Tipi Birleşik Emtia Sepeti Fonu'nun uzun vadede yatırımcısına emtia piyasalarıyla orantılı getiri potansiyeli olduğuna inanıyoruz.

AKBANK T.A.Ş. B TİPİ BİRLEŞİK EMTİA FON SEPETİ FONU

Fonun Adı: AKBANK T.A.Ş. B TİPİ BİRLEŞİK EMTİA FON SEPETİ FONU

Fonun Tipi: B tipi

Fonun Türü: Yatırım Fonu

Kurucu: AKBANK T.A.Ş.

Yönetici: AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.

Halka Arz Tarihi: 17.05.2011

Pay Değeri: 0.01 TL

Toplam Pay Sayısı: 50,000,000,000

Fon Yönetim Ücreti: Günlük %0.000521 (yüzbinde 5.21). Yıllık %1,90.

G-20 ülkelerinde yatırım yapma fırsatı sağlayan

Gedik Yatırım A.Ş. B Tipi G-20 Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu

“Gedik Yatırım B Tipi G-20 Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Fon’u, Türkiye’de yerleşik yatırımcılar için G-20 ülkelerinde yatırım yapma fırsatı sağlayarak döviz, coğrafya ve varlık sınıflarında çeşitlilik sağlamış, mevcut risk dağılımı ile yeni bir alternatif sunmaya başlamıştır.”

Gedik Yatırım Menkul Değerler B Tipi G-20 Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu, G-20 ülkelerinde faaliyet gösteren ve bu ülkelerin sermaye piyasalarına kote olmuş ya da başka bir ülkede kurulmuş olmakla birlikte, faaliyetlerinin önemli bir bölümünü G-20 ülkelerinde gerçekleştiren şirketlerin ihraç ettiği hisse senetlerine ve/veya hisse senedi benzeri sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparak, orta vadede varlıklarının değerini artırmayı hedeflemektedir.

G-20 nedir?

G-20, küresel ekonomideki önemli konuları değerlendirmek amacıyla, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri bir araya getiren uluslararası bir organizasyondur. Kuruluşundan bugüne mali sistemin kötüye kullanılmasının engellenmesi ve mali krizlerle başa çıkma yöntemleriyle ilgili çalışmalarını sürdürmektedir. Bu organizasyonun üyesi olan G-20’ye üye ülkeler ise Arjantin, Avustralya, Brezilya, Kanada, Çin, Fransa, Almanya, Hindistan, Endonez-

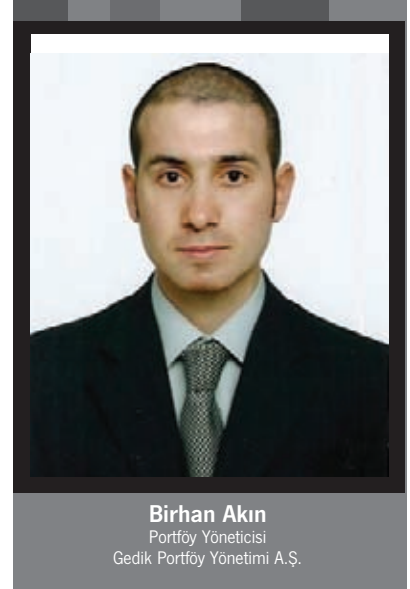
ya, İtalya, Japonya, Meksika, Rusya, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Güney Kore, Türkiye, İngiltere, ABD ve AB’den oluşmaktadır.

Türk Yatırımcılar G-20 ülkelerine nasıl yatırım yapabilirler?

Banka kökenli olmayan aracı kurumlar arasında bir ilki teşkil eden fonumuz, yatırımcılarımıza G-20 ülkelerinde faaliyet gösteren şirketlere, aktif portföy yönetimi yaklaşımı ile esnek bir biçimde yatırım yapma imkanını sağlıyor. Bu sayede artık Türkiye’de yerleşik yatırımcılar; ister büyük yatırımlarını, isterlerse de çok küçük tutarlardaki yatırımlarını bile dünya devi ya da gelecek vaat eden birçok G-20 ülkesi şirketlerinin ortağı olarak değerlendirebilecekler.

G-20 Fonunun Yönetim Süreci

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından kurulan ve Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından yönetilen



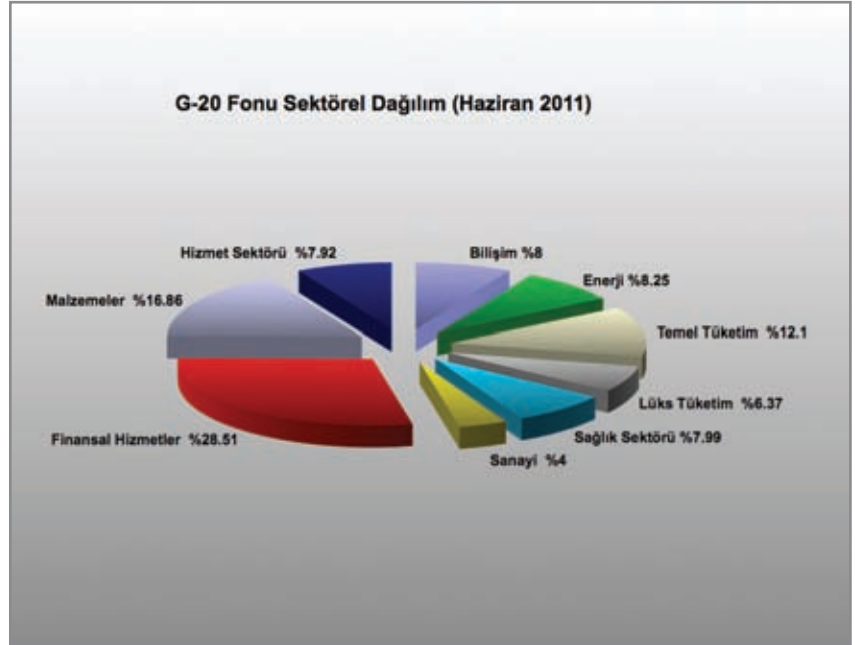
G-20 fonunda, Gedik Yatırım A.Ş.’nin yurtdışı işlemler danışmanı ABD Boston merkezli Elements Capital Partners’dan danışmanlık desteği alınmaktadır.

Fonun, portföy değerindeki değişimler ve portföy içindeki varlıkların fiyat hareketleri, devamlı olarak takip edilerek, aktif bir portföy yönetimi ve risk yönetimi stratejisi izlen-

mektedir. Fonun karşılaştırma ölçütü MSCI ACWI TL endeksidir, bu nedenle fonun performansı da TL üzerinden MSCI ACWI TL endeksi ile karşılaştırılarak ölçülmektedir.

G-20 Fonu neden tercih edilebilir?

Gedik B Tipi G-20 Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Fonu ile Türkiye de yerleşik yatırımcılar için benzer yapıdaki yatırım fonları içinde daha geniş kapsamlı bir seçenek yaratmayı hedefledik. Son dönemlerde yerli yatırımcıların geçmişten gelen yüksek faiz beklentisinin yavaş yavaş kırıldığını görüyoruz. Önceki yıllarda yatırımcılar yüksek bono ve mevduat getirisinden ötürü herhangi bir alternatif yatırım arayışında değillerdi. Ancak dünya genelinde ve yine Türkiye'de geleneksel düşük faiz ortamı, artık herkesi farklı getiri arayışlarına yönlendiriyor. Doğal olarak bu arayışın sadece Türkiye piyasasıyla kısıtlı kalmamasını, küreselleşen dünyanın kaçınılmaz bir süreci olarak görüyoruz. Artık birçok yatırımcı dünyanın en büyük ekonomilerinde kurulmuş, hem de en hızlı büyüyen piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerine yatırım yapmak istiyor. Bu yatırım bireysel olarak da yapılabilir, ancak buradaki işlem maliyetlerinin yüksek olması ve G-20 ülkelerinin farklı zaman dilimlerinde bulunması gibi bireysel yatırım sürecini güçleştiren unsurların olması, G-20 fonunun neden tercih nedeni olduğunu gösteren birçok nedenden sadece bir kısmıdır. G-20 fonu ile ülke, sektör ve kur risklerini optimal şekilde dağıtarak, makul bir getiri sağlamayı amaçlayan bir yatırımcı kitlesi ve varlıklarının, zaman içerisinde fonumuzla birlikte gelişip büyüyeceğine inanıyoruz.



Gedik Yatırım A.Ş.

B Tipi G-20 Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu

Fonun Adı: B Tipi G-20 Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu

Fonun Tipi: B Tipi

Fonun Türü: Yabancı Menkul Kıymetler Fonu

Kurucu: Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Portföy Yöneticisi: Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.

Saklayıcı Kuruluş: İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Euroclear Bank)

Fonun Kuruluş Tarihi: 22.03.2011

Fonun Para Birimi: Türk Lirası

Karşılaştırma Ölçütü: %100 MSCI ACWI (TL) Endeksi

Strateji Bant Aralığı: %70-100 Yabancı Menkul Kıymetler

Fon Tutarı: 10.000.000

Fon Pay Sayısı: 1.000.000.000

Yönetim Ücreti (Yıllık): %2.74

En Az Alınabilir Pay Adedi: 1000

İşlem Saatleri: 09:00 – 13:00

YENİ ŞEHİRLEŞME VE KENTSEL DÖNÜŞÜM PROJELERİNİN SERMAYE PİYASASI YOLUYLA FİNANSMANI: GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI



“Ülkemiz ekonomisinde son yıllarda yaşanan gelişmeler sonucunda gayrimenkul sektöründeki hızlı büyüme ve yeni şehirleşme planları bu sektörün finansmanında yeni kaynak arayışlarını beraberinde getirmektedir.”

I. GİRİŞ

Ülkemizde makro ekonomik gelişmeler anlamında son yıllarda görülen hızlı iyileşmeler ve istikrarlı büyüme ortamı öngörülebilirlik bakımından sağladığı avantajların yanı sıra, finansal çeşitliliği ve düşük maliyetleri beraberinde getirerek, özellikle bankacılık kesiminin uygun kredi olanakları ile birlikte gayrimenkul yatırımlarında ciddi bir gelişme yaşanmıştır. Sosyo ekonomik ve demografik yapının da getirdiği ivme ile konut projelerinde görülen hızlı artış, bu projelerin sadece bankacılık kaynakları ile finanse edilmesinin ne derece sağlıklı olduğuna dair çe-

şitli kesimlerde tereddütler oluşmasına neden olmaktadır.

Küresel ekonomik gelişmeler ile ABD ve Avrupa piyasalarında yaşanan dalgalanmalar, tasarruf açığı bulunan ve yatırımlarını genellikle dış finansman ihtiyacıyla karşılamak durumunda olan ülkemizde, gayrimenkul projelerinin sadece bankacılık kesimiyle finanse edilmesi yerine “menkul kıymetleştirme” yoluyla sermaye piyasası imkanlarından da yararlanılması, böylece bir yandan yurt içi tasarrufların harekete geçirilerek yeni kaynaklar yaratılması, diğer yandan ise sermaye piyasamıza yeni yatırım enstrümanları kazandırılması son derece önemli görülmektedir.

II.GAYRİMENKUL SERTİFİKALARININ YASAL ALT YAPISI

a) Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri:

3794 sayılı Kanun ile değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13/A maddesi, alacaklar veya duran varlıklar karşılık gösterilerek “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet” ihraç edilebileceğini düzenlemiştir. Buna göre, varlığa dayalı menkul kıymetler esasen alacak haklarının menkul kıymetleştirilmesi şeklinde çıkarılabileceği gibi, gayrimenkullere dayalı da ihraç edilebilir. Gayrimenkul sertifikalarını bu bağlamda bir çeşit varlığa dayalı menkul kıymet olarak kabul etmek



Kudret Vurgun
İMKB Kotasyon Müdürü

mümkündür. Sermaye Piyasası Kurulu, 20/07/1995 tarih, 22349 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan, Seri: III, No: 19 sayılı “Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile gayrimenkul sertifikalarının ihraç ve satış koşulları ile Kurul kaydına alınma esaslarını ayrıntılı olarak düzenlemiştir.

Tebliğ’de gayrimenkul sertifikaları, ihraççıların bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, nominal değeri eşit, hamiline yazılı menkul kıymetler olarak tanımlanmıştır. Gayrimenkul projeleri, konut veya işyeri projesi şeklinde olabilir. İhraççılar, belli bir gayrimenkul projesini gerçekleştirmeyi üstlenen ve gayrimenkul sertifikasının içerdiği edimleri yerine getirmekle yükümlü olan anonim şirketlerdir.

İhraççının asli ve tali edimleri bir banka tarafından garanti edilmek zorundadır. Bu amaçla SPK’ya banka teminat mektubu verilmesi gerekmektedir. İhraççının asli edimi; gayrimenkul sertifikasında belirtilen sürede mülkiyetin sertifika sahibine geçirilmesi yükümlülüğünü kapsamakta; tali edim ise, belirlenen süreler içerisinde asli edimin yerine getirilmesini talep etmeyen sertifika sahiplerine, anapara ve faiz ödenmesini veya ta-

lep edilmeyen gayrimenkullerin banka tarafından satılarak sertifika sahiplerine dağıtılmasını içermektedir. Gayrimenkul serifikası ihraç etmek isteyen şirketlerin, sertifika ihracına konu olacak projeye eşdeğer büyüklükte bir projeyi son beş yıl içerisinde tamamlamış olması, üstlendiği gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanımına sahip olduğunu belgelemeleri gerekmektedir.

Tebliğ’e göre, ihraççı ile banka arasında bir sözleşme yapılarak, projenin içeriği ve uygulama detayları ayrıntılı olarak belirtilmeli ve inşa edilecek bağımsız bölümler ile bu bölümlerin alınabilmesi için gerekli sertifika sayısını gösteren ayrıntılı liste eklenmelidir. Tebliğ düzenlemesi, sertifika ihracı karşılığı elde edilen paranın banka tarafından özel bir hesapta toplanmasını ve gelir elde edilecek şekilde ihraççı adına değerlendirilerek, sözleşmede yer alacak esaslara göre ihraççıya aktarılmasını öngörmektedir.

Gayrimenkul sertifikalarının satış süresinin bitiminden itibaren 15 gün içinde Borsa kotuna alınabilmesi için gerekli belgenin verilmesi istemiyle SPK’ya başvurulması; bu belgenin alınmasını izleyen en geç 15 gün içinde ise sertifikaların kote edilmesi talebiyle İMKB’ye başvurulması gerekmektedir.

Bu noktada, SPK düzenlemelerinde yer alan bazı hususların günün koşullarına göre yeniden değerlendirilmesi ve değiştirilmesi gerektiği düşünülmektedir. Örneğin, gelinen aşamada gerek inşaat şirketlerinin teknik ve donanım bakımından gösterdiği gelişim, gerekse sermaye piyasamızın kamuyu aydınlatma esasına dayalı olduğu dikkate alındığında gayrimenkul sertifikası ihracında banka garantisi (banka teminat mektubu) istenmesine ihtiyaç bulunmadığı değerlendirilmektedir. Ayrıca Merkezi Kayıt Kuruluşu kurulduğundan kayıtların konusunda düzenleme yapılması gerekmektedir. Diğer taraf-

tan, ihraççıya dair teknik yeterlilik şartları aramak (son 5 yılda benzer proje yapmış olmak gibi) yerine yine izahnamede kamuyu aydınlatma temelinde düzenleme yapılması daha uygun olacaktır. Gayrimenkul sertifikalarının belli bir vade için ihraç edilmesi uygulaması korunabilecek olmakla beraber, vade içerisinde sadece ihraç aşamasındaki proje ile sınırlı olmaksızın farklı projelerde sertifikaların kullanılabilmesine imkan tanınmalıdır. Nitekim, gayrimenkul ekspertiz firmalarının yapacakları ekspertiz sonuçları esas alınarak, projelerin ekspertiz değerlerine göre gerekli gayrimenkul sertifikası sayısını proje bazında ayrı ayrı belirlemek de mümkün görülmektedir.

b) İMKB düzenlemeleri:

İMKB Başkanlığı’nın 13/05/1996 tarih ve 46 No’lu Genelgesi ile,

Gayrimenkul projelerinin sadece bankacılık kesimiyle finanse edilmesi yerine “menkul kıymetleştirme” yoluyla sermaye piyasası imkanlarından da yararlanılması, böylece bir yandan yurt içi tasarrufların harekete geçirilerek yeni kaynaklar yaratılması, diğer yandan ise sermaye piyasamıza yeni yatırım enstrümanları kazandırılması son derece önemli görülmektedir.

İMKB'de gayrimenkul sertifikalarının işlem görme esasları düzenlenmiştir. Buna göre, gayrimenkul sertifikaları İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde oluşturulan gayrimenkul sertifikaları pazarında işlem görebilmekte iken, uygulamadaki zorluklar nedeniyle ve esasen Tahvil Bono Piyasası enstrümanı olmayan gayrimenkul sertifikalarının Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem görmesi uygulamasına 11/12/2009 tarih ve 313 No'lu İMKB Başkanlığı Genelgesi ile son verilmiştir.

Ancak gelinen son durum itibarıyla, İMKB'de Hisse Senetleri Piyasası bünyesinde Kurumsal Ürünler Pazarı'nın kurulmuş olduğu ve bu pazarda "piyasa yapıcı" sisteminin geçerli olduğu gözönüne alınarak, gayrimenkul sertifikalarının bu pazarda işlem görmesi konusunda çalışmalar yapılabileceği düşünülmektedir.

III. ÖRNEK UYGULAMA: EMLAKBANK'IN ATAŞEHİR KONUT PROJESİNDE GAYRİMENKUL SERTİFİKASI İHRACI

Türkiye Emlak Bankası A.Ş.'nin İstanbul – Ataşehir Konut Projesi'nde yer alan 3 adada toplam 382 konut için ihraç ettiği beheri 10.-TL (eski para ile 10.000.000.-TL) nominal değerli 1. Tertip gayrimenkul sertifikaları halka arz edilmiş ve halka arz sonrası 03.06.1996 tarihinden itibaren halka arz fiyatı (nominal değerden) baz alınarak "311097 ATS EMK" tanımıyla İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı'nda işlem görmeye başlamıştır. Daha sonra vade bitim tarihi olan 31.10.1997 tarihinden takas süresi kadar önce 28.10.1997 tarihinde işleme kapatılmıştır.

IV. KENTSEL DÖNÜŞÜM, YENİ ŞEHİRCİLİK PLANLARI VE GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI

Son günlerde bazı şehirlerimizde alt yapı özellikleri ve nitelikleri itibarıyla

Emlakbank'ın ihraç ettiği gayrimenkul sertifikaları hakkında özet bilgiler aşağıda sunulmuştur:

İhraççı:	T. Emlak Bankası A.Ş
İhraç Tutarı:	2.713.790.-TL
Ekspertiz değeri:	2.713.790.-TL
Satış Tarihleri:	22-24/05/1996
Halka Arz Fiyatı:	10.-TL (nominal)
Satılan Kişi Sayısı:	2.268
Asli Edim Tarihleri:	1.8.1997 - 31.10.1997
Tali Edim Tarihleri:	31.10.1997 – 30.11.1997
İşlem Hacmi : (03.06.1996-27.10.1997)	4.340.443.-TL

• Satışa sunulan gayrimenkul sertifikalarının % 5'inden fazlasını alanlar:

Adı-Soyadı / Unvanı	Satın Aldığı Nominal Tutar TL	%
Fikret Aksoy	331.000.-TL	12,20
Emlakbank Emekli Sandığı	200.000.-TL	7,37
Emlakbank Munzam Sos.Göv.Yrd.Vakfı	150.000.-TL	5,53
Banka Portföyü	900.230.-TL	33,17
Toplam	1.581.230.-TL	58,27

• Emlakbank Gayrimenkul Sertifikaları Borsa'da İşlem Gördüğü Sürece Kamuya Duyurulan Hususlar:

o Konut seçimi başlamadan önce:

- Konutların tamamlanma oranı (aylık olarak)
- Bankanın projeye ilişkin bilgi merkezinin iletişim bilgileri

o Konut seçimi başladıktan (01.07.1996) sonra:

- Dolaşımdaki sertifika sayısı (günlük)
- Seçimi yapılmamış konutların öğrenilebileceği yerlerin iletişim bilgileri ve bu konutların listesi (haftalık olarak)

konut yerleşimine uygun olmayan bölgelerdeki konutların yerine aynı bölgelerde veya alt yapısı daha uygun başka bölgelerde, nitelikli konut projeleri üretilerek hak sahiplerine dağıtılması ya da yeni yatırımcılara satılması şeklinde projeler gündeme gelmektedir. Diğer taraftan, alt yapı ve ulaşım sorunları nedeniyle şehirlerimizde yeni konut ve yerleşim bölgeleri planları üretilmekte ve bu çerçevede mega konut projelerine yeni finansman imkanları sağlamak önem kazanmaktadır.

Sermaye piyasamız ulaştığı büyüklük ve gelişmişlik düzeyi itibarıyla, bu tür mega gayrimenkul projelerinin finansmanına yeni açılımlar ve fırsatlar sunabilecek düzeydedir. Ayrıca uluslararası fonların ülkemizde gayrimenkul sektöründe yatırım ilgisinin art-

makta olduğu izlenmektedir. Yabancı yatırımcılar gayrimenkul sektörüne doğrudan yatırım yapabilecekleri gibi, bu sektöre gayrimenkul sertifikası olarak sermaye piyasamız kanalıyla da kaynak sağlayabilirler.

Diğer taraftan, konut almak isteyen kişiler bankacılık kredisi kullanmak yerine, edinmek istedikleri konut için gereken sayıda gayrimenkul sertifikasını Borsa'dan zaman içerisinde satın alıp biriktirmek yoluyla konuta sahip olabilecektir.

a) Kentsel Dönüşüm ve Gayrimenkul Sertifikaları

Kentsel dönüşüm projelerinde gayrimenkul sertifikaları ihracı yoluyla hak sahiplerine yeni konut projelerinden konut edinebilmeleri imkanı verilebileceği gibi, ellerindeki sertifikayı Bor-

sa'da satmak suretiyle nakde çevirme imkanı da sağlanmış olacaktır. Örnek vermek gerekirse, kentsel dönüşüme tabi parsellerdeki mevcut toplam konut alanınının 100.000 m2 iken kentsel dönüşüm sonrasında yapılacak proje sonucunda üretilecek toplam konut alanı 200.000 m2 olarak varsayıldığında, proje yüklenicisi şirket 100.000 m2 eski hak sahiplerine gayrimenkul serifikalarını bedelsiz dağıtırken, kalan 100.000 m2 için yeni yatırımcılara serfika satışı yapabilecektir. Eski konut sahipleri ise tapu haklarını devrederek, bedelsiz elde edecekleri serifikaları ekspertiz firmalarının değerlendirme çalışmaları sonucunda belirlenecek m2 değerleri baz alınarak Borsa'da açılacak işlem sırasında satıp nakde dönüştürebilecektir. Böylece eski konut sahipleri (örneğin 100 m2 konut için 100 adet gayrimenkul serfikası) edindikleri gayrimenkul serifikalarını kısmen satabilecek kısmen de yeni konut alımında kullanabilecektir. Böylece kentsel dönüşüm konusundaki mevcut hak sahiplerinin çekinceleri de giderilmiş olacak ve yeni dönüşüm projelerine ilgi artacaktır.

b) Yeni Şehirleşme Projelerinin Gayrimenkul Serifikaları Yoluyla Finansmanı

Ülkemizde özellikle büyük şehirlerimizde yeni konut alanlarının oluşturulması ve bu amaçla mega gayrimenkul projelerinin gündeme gelmesi, bu tür büyük projelerin finansmanında sermaye piyasamızdan yararlanılması ihtiyacını gündeme getirmektedir. Örneğin İstanbul'da yapılması planlanan iki yeni şehir projesinin hayata geçirilmesinde gayrimenkul serfikası ihracıyla finansman sağlanması mümkün olabilir. Büyük gayrimenkul projelerinde TOKİ ya da Emlak Konut GYO A.Ş. gibi kurumsal ve güvenilir kurumların ilk aşamada ihraççı olarak yer alması gayrimenkul serfikası pazarının başlangıç aşamasında daha sağlıklı çalışmasına katkı verebilir.

Ülkemizde özellikle büyük şehirlerimizde yeni konut alanlarının oluşturulması ve bu amaçla mega gayrimenkul projelerinin gündeme gelmesi, bu tür büyük projelerin finansmanında sermaye piyasamızdan yararlanılması ihtiyacını gündeme getirmektedir.

Yabancıların gayrimenkul edinimindeki yasal engeller dikkate alındığında, bu tür menkul kıymetleştirme uygulamaları yoluyla gayrimenkul projelerine yabancı yatırımcı kazandırılması mümkün olabilecektir. Nitekim, serfika sahibi yabancı yatırımcılar değer artış kazancından yararlanabilecek, ancak serfikanın konut haline dönüştürülmesi aşamasında sözkonusu kısıtlar nedeniyle bu serifikaları ikinci el piyasada satabileceklerdir.

V. SONUÇ

Ülkemiz ekonomisinde son yıllarda yaşanan gelişmeler sonucunda gayrimenkul sektöründeki hızlı büyüme ve yeni şehirleşme planları bu sektörün finansmanında yeni kaynak arayışlarını beraberinde getirmektedir. Öte taraftan, sağlıksız yapılaşma ve depremle mücadele çalışmaları kapsamında özellikle büyük şehirlerimizde "kentsel dönüşüm" projelerinin acilen hayata geçirilmesine ihtiyaç bulunmaktadır.

Bu bağlamda, sermaye piyasamızın gayrimenkul projelerinde menkul kıymetleştirme yoluyla finansman sağlayabileceği ve böylece finansman kaynakları çeşitlenirken, aynı

zamanda piyasalarda bireysel ve kurumsal yatırımcılara enstrüman çeşitliliği sunulmuş olacağı düşünülmektedir. Gayrimenkul serifikalarının ikinci el piyasada işlem görmesiyle atıl durumdaki kaynaklar ve yabancı fonlar sermaye piyasamız yoluyla ekonomiye kazandırılacak, konut edinmek isteyen kişilerin bankacılık kredilerine alternatif olarak Borsa'dan serfika satın alma yoluyla da konut edinebilmesi mümkün hale gelecektir.

Kentsel dönüşüm projelerinde ise, eski konut sahiplerine, yapılacak yeni projelere dayalı ihraç edilecek gayrimenkul serifikalarından dağıtılmak suretiyle bunların Borsa'da rayiç bedellerden satılabilmesi ya da yeni projeden konut edinimi için kullanılması imkanı verilebilecektir. Bu tür bir seçenek sunulması sadece yeni konut verilmesi yerine aynı zamanda kişilere Borsa'da oluşacak değer artışlarından faydalanma imkanı da tanıdığından, eski konut sahiplerinin kentsel dönüşüm projelerine katılma tercihlerini teşvik edecektir.

Sonuç olarak; gayrimenkul sektöründeki hızlı gelişmeler ve yeni şehircilik projeleri bu sektörün finansmanında sermaye piyasası imkanlarından yararlanılmasını ön plana çıkarmaktadır. Bu kapsamda, gayrimenkul serifikaları önemli bir menkul kıymetleştirme aracı olarak gerek sektörün finansmanında, gerekse sermaye piyasasının ve Borsa'nın derinleşmesinde önemli bir fonksiyon görebilecektir. Aynı zamanda, İstanbul Finans Merkezi projesi kapsamında bu tür enstrüman çeşitliliği ve yeni piyasalar kurulması ayrıca önem taşımaktadır.

Dolayısıyla, gayrimenkul sektörden inşaat taahhüt firmalarının, belediyelerin, TOKİ ve Emlak Konut GYO A.Ş.'nin sermaye piyasası kurumlarıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'yla işbirliğine girerek bir an önce ortaklaşa projeler geliştirilmesinde büyük fayda olduğu düşünülmektedir.

“Yunanistan kaynaklı Euro” krizi mi? “Euro kaynaklı bir Yunanistan” krizi mi?



Yumurta Tavuk ilişkisini Kim Çözdü Ki Biz Çözelim?

Önce sık sık sorduğum bir soruyu bu yazıyı okuyan sizlere de sormak istiyorum. Karşımızda bir “Yunanistan kaynaklı Euro” krizi mi var? Yoksa “Euro kaynaklı bir Yunanistan” krizi mi? Şayet Euro bölgesinin tek sorunu Yunanistan olsa idi ilk şık seçilebilirdi. Gerçekten de karşımızda Euro bölgesine girmek için sahtekarlık yapmış, kazancından çok harcayan, güzel bir müzik, mutfak, deniz ve güneş gibi son derece anlaşılır nedenlerle az çalışmayı seçen bir ülke var. Ancak biliyoruz ki bundan birkaç sene önce Türkiye dahil her ülkeye örnek olarak gösterilen İrlanda ve daha ciddi bir ekonomik yapıya sahip İspanya da benzer sorunlar içinde.

Portekiz, Belçika ve İtalya da aynı dertlerden muzdarip diğer ülkeler.

İşgücü Verimlilik: Almanya vs İspanya. Mersine ve Tersine

2007 yılına dönersek karşımıza şu resim çıkacaktır: getirisi daha yüksek olduğu için İspanya veya Yunanistan gibi ülkelere girmeyi tercih eden sıcak para ve şişen bir gayrimenkul sektörü. Para girişinin gölgelediği farklı işgücü verimlilik oranları (tabloda kırmızı çizgi Almanya, mavi çizgi İspanya iş gücü verimliliği), bölgesel ücret farkları. Krizin patlaması ile beraber incelediğimiz ülke Türkiye olsa idi para Türk Lirası'ndan yeniden Dolar veya Euro'ya dönecek, TL ciddi oranda değer kaybedecek, faiz oranları hareketlenecek, ücretler hızla düşecek ve ekonomi yeniden rekabetçi hale gelmeye çalışacaktı.

Avrupa'nın sorunlu ülkelerinde ise ekonomiye giren Euro bir başka Euro bölgesi olan Almanya'ya kaçtı. Faiz oranları ise Almanya'nın önceliklerine göre bir tempoda düştü (aslında İrlanda veya İspanya'nın ihtiyacı kriz öncesinde daha yüksek oranlardı), kurunu devalue edemeyen bu ülkeler dahili devaluasyon denemek zorunda kaldı. Ancak sosyal devlet kavramının gelişmiş olduğu bu ülkelerde ücretleri kısarak rekabetçi olmaya çalışmak çok kolay değil. Dahası borcu büyüyerek ödemek yerine tasarruf yaparak ödemeleri söz konusu. Bu konuyu aşağıda daha detaylı incelemeyen önce, sorduğum ikinci sorunun cevabını Milton Friedman aracılığı ile vermek istiyorum. ABD veya Avustralya gibi bölgelerde ortak bir kültür, işgücü ve mal mobilitesi, tek bir merkez banka-

sı ve finansal/mali otorite bulunurken Euro bölgesinde her ülkenin kendi merkez bankası, maliye bakanı, farklı kültürü ve sınırlı mobilite mevcut. Bu nedenle 2005'te hızla faizleri arttırması gereken İrlanda ve İspanya'da görece düşük faizler nedeni ile konut balonunun önü alınmazken, Almanya'da ne bir konut balonu ne de diğer ülkelere benzer bir işsizlik oranı söz konusu. Kısacası Euro'yu bu hale getiren Yunanistan değil, çevre ülkeleri batıran hatalı dizayn edilmiş olan Euro.

Her Şey Üstüne Üstüne Geliyorsa Belki Sen Ters Gidiyorsunuzdur

Ortaya rakamlar atarak durumun ne kadar kötü olduğunu göstermek istemiyorum. Zira aylardır zaten bu rakamları okuyor veya dinliyorsunuz. Ancak ilerisi için çok kısa bir özet verebilirim. Yunanistan'ın kamu borcunun GDP'ye oranı %160 ve 2011 faiz dışı fazla beklentisi -%2.8, büyüme beklentisi ise -%3.1. EFSF ve IMF'in sağladığı %4 faizli krediler bile durumu pek çözümler göstermiyor. Soc Gen yaptığı bir analizde, Yunanistan'ın ufak bir faiz dışı fazla vermesi ve borç faizinin 1bps üzerinde nominal büyüme sağlaması durumunda Borç-GDP rasyosunun %100 seviyesine gelmesi için bir asır gerektiğini net bir şekilde görüyorsunuz. Peki bir default şart mı? Elbette değil, 2. Dünya Savaşı'nın ardından 1950 yılında ABD'nin Borç/GDP oranı yüzde 80 seviyesindeydi. 1960'a geldiğinde ise oran yüzde 46'ya gerilemişti. Peki nominal borç azalmış mıydı? Hayır. 1950'de 219 milyar dolar olan borç 1960'a geldiğimizde 237 milyar dolara yükselmişti. Yani artmıştı, ancak büyüme oranı borcun artışından çok daha hızlı olduğundan sorun yaşanmadı. Önce dünyada, ardından Avrupa'da ve nihai olarak Yunanistan'da bu tarz bir olumlu senaryoya neden olacak bir büyüme yaşanacağına inanıyorsanız sorun yok. Yunanistan bir süre "köprü kre-

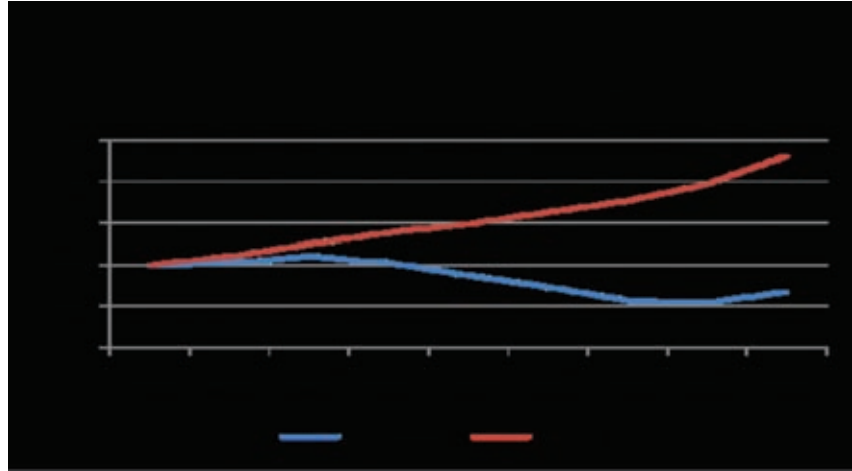
dileri" ile borcunu çevirdikten sonra borcu, büyüyen ekonomisi içinde eritecektir. Ancak gerçek şu ki şu anda verilen krediler Yunanistan'ın büyümesini sağlayacak reform veya projelerden ziyade küçülmesini sağlayacak önlemlerin alınması için kullanılıyor.

Sirtakiye Ara Verip Tangoya Mı Geçmeli?

Euro'nun bırakılarak Drahmi'ye geçilmesi finansal ve hukuki ciddi sorunlar içeriyor ve bu sorunların detaylandırılması hem bu yazının hem de benim çok üzerimizde bir konu. Ancak olasılığı son derece yüksek olan böyle bir senaryoda neler yaşanacağını incelemenin faydalı olaca-

ğını düşünüyorum. Cari duruma en benzer, ama aynı olmayan vaka, Arjantin krizi. (1). Mark Weisbrot ve Luis Sandoval'ın Arjantin deneyimini inceleyen çalışması, Yunanistan ile olan paralellliği açısından bence önemli. Paralellik hangi noktalarda var? 1-Borç/GDP oranı 2-Peso'nun Dolar'a peg edilmiş olması 3-Finansal sistemin durumu 4-IMF'in önerdiği reçetenin niteliği. Önce Yunanistan'ın EFSF'den yaklaşık bir yıl önce yardım almak üzere anlaştığını hatırlayalım. Bu süre zarfında Yunan GDPs, 2010-1Ç %1.9, 2Ç%1.85, 3Ç %1.7 ve 4Ç %1.4 daraldı ve 2011'de de daralmaya devam ediyor. Peki Arjantin'de ne oldu? 2001 Aralık defaultundan sonra sadece bir çeyrek-

İşgücü Verimlilik: Almanya vs İspanya. Mersine ve Tersine



Yunanistan Çeyrek Bazında Reel GDP (YoY)



Yunanistan Mevduat Rakamları

Mar.10	Nis.10	May.10	Haz.10	Tem.10	Ağu.10	Eyl.10	Eki.10	Kas.10	Ara.10	Oca.11	Şub.11
227.154	221.994	219.512	216.155	211.651	212.391	212.273	210.888	208.495	208.864	204.781	202.178

te daralan ekonomi, ardından soluksuz bir büyüme trendine girdi ve 2007 yılına kadar %50'lik artış gösterdi, fakirlik sınırının altına düşmüş olan 11 milyon kişi de sınırın üstüne çıktı.

Arjantin Reel GDP : Geri Çekil ve Zıpla

Defaulttan hemen sonra Arjantin piyasası tarafından cezalandırılacak fikri hakim oldu. Aynı düşünceyi medyada "Komşu'nun 2012'den itibaren yeniden tahvil satmaya başlamasının mümkün görülmediği ve ülkenin piyasalardan 10 yılı aşkın süre dışlanacağı belirtildi" şeklinde yine okuyoruz. Ancak herkes, maaşlı bir işiniz yoksa, piyasada 10 yıllık tahmin yapılmayacağını bilir, nitekim bu beklenti yanlış çıktı...

Elbette Arjantin'in toparlanmasında ilk akla gelen Peso'nun devalue edilmesinin rolü oluyor. Kur 2002'de 1den 1.4- 3.7 dolar arası seviyelere zıpladı ve ilk altı aylık dönemde net ihracat (X-I) büyümeye %239.1 katkıda bulunurken tüketim ciddi oranda düştü. Ancak daha sonraki dönemlerde büyüme ihracatın net etkisinden değil tüketim ve yatırımlardan geldi. Buradaki ana fikir "devalue et-sinler daha çok mal satarların" ötesinde bir etki olduğu. Elbette Drahmi'ye geçiş Euro bazında borç yükünü ilk aşamada daha arttırabilir. Ancak zaten bu borçların ödenme ihtimali zayıf ve büyüyen bir ekonomi yakalanabilirse görüntü de değişecektir.

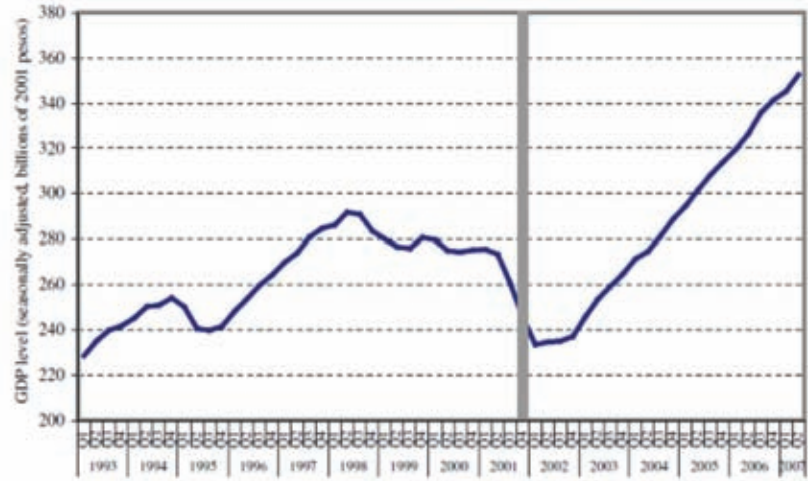
Takip edenler Arjantinlilerin bankalara saldırdığını ve camları aşağıya indirdiğini hatırlayacaktır. Bu "Bank Run" sonrasında Hükümet bankaları kapatmıştı. Nitekim geçtiğimiz günlerde Yunan yetkilileri bankaların korunması için orduya görev vermek zorunda kalabileceklerini söyledi. Yunanistan'da henüz bir "bank run"

yok, ancak yukarıda Yunan MB'sinden aldığım mevduat rakamlarını görüyorsunuz, aslında "sessiz bir kaçış" söz konusu.

Peki bu pek çok şeyi kısa bir alana sıkıştırmaya çalışan yazının ana fikri nedir? 1- Bu kriz Euro bölgesinin yapısından kaynaklanmaktadır ve yarın çözülsün sonraki gün yeniden ortaya çıkacaktır. 2-Euro bölgesinde ciddi düzenlemeler kaçınılmazdır 3- Yunanistan'ın default edeceğini herkes biliyor ancak kritik olan ne zaman olacağı. 4- Kısa süre içinde yaşanacak bir default içine İspanya'yı da çekecek büyük bir krize neden olabilir. Yunanistan ağaç, İspanya ise ormandır. 5-Avrupa bankaları doğrudan, ABD bankaları ise CDSler üzerinden Yunanistan ve diğer sorunlu ülke bonusu taşıdığından tehlike altındadır.

Arjantin Reel GDP : Geri Çekil ve Zıpla

FIGURE 1 Quarterly Real GDP Level, 1993-2007 (Seasonally Adjusted, Billions of 2001 Pesos)



Source: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales (DNCN), Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), República Argentina.

Peso'nun Seyir Defteri



FON DÜNYASINDAN HABERLER

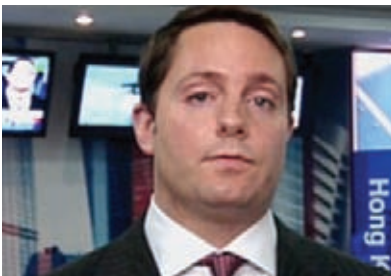


Derleyen: Halim Çun
Genel Müdür
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.

Ünlü hedge fon yöneticisi John Paulson, Sino-Forest yatırımından 720 milyon dolar kaybetti

Ünlü hedge fon yöneticisi Paulson'un son girişimi olan Sino-Forest'teki tüm hisselerini, şirketin kereste stoklarını abartılı bir şekilde yüksek gösterdiği şeklindeki iddialardan sonra tamamen sattığı ve bunun sonucunda 37 milyar dolarlık fonlarının toplam zararının 720 milyon dolar olduğu tahmin ediliyor.

Paulson & Co, 29 Nisan tarihinde kamuyu aydınlatma amacıyla yaptığı açıklamada, 34.7 milyon adet Sino-Forest hissesi taşımakta olduğunu bildirmişti. Haziran ayı ortalarında yapılan son açıklamada ise, hisse senetlerinin tamamen satıldığı bildirildi. İki tarih arasında elde tutulan hisselerin %85 değer kaybettiği hesaplanıyor. Bu son girişim,



Carson Block

2007 yılında harikalar yaratarak, kendine inananlara 15 milyar dolar kazandıran 55 yaşındaki Paulson için kamuoyu önünde ciddi itibar kaybına neden oldu. Çin'deki bu plantasyon şirketinin yanı sıra ABD bankalarındaki pozisyonlarından da umduğunu bulamayan Paulson'ın yönettiği en büyük fonun yılbaşından bu yana kaybı, Haziran'ın ilk yarısındaki %13 gerileme ile yüzde 20'ye ulaştı.

Paulson, Sino-Forest hisselerini Mart 2008 tarihinden beri toplamaktaydı. Haziran 2009 tarihinde Paulson'un elinde şirketin %19'una ulaşan 40.7 milyon hisse senedi bulunmaktaydı. Ancak, Haziran başında aynı hissede ters pozisyon alan Carson Block'un yönettiği Muddy Waters Research LLC, söz konusu ormancılık şirketinin kereste stoklarını abartılı olarak yüksek gösterdiğini iddia ettikten sonra hisse senedi %85 değer kaybetti. Toronto Borsası'nda işlem gören hisse, Muddy Waters raporundan önce 1 Haziran'da 18.2 Kanada Dolarından işlem görürken 22 Haziran'da 1.99'a kadar geriledi.

Sino Forest'teki en büyük hissedar olan Paulson, muhtemelen Muddy Waters raporundan önce hisselerini

azaltarak zararını sınırlamıştı. Zira 3 Haziran tarihinde yatırımcılarına yolladığı raporda Sino forest

hisselerinin, o sırada 18 milyar dolar büyüklüğünde olduğu tahmin edilen Advantage ve Advantage Plus Fonlarının yalnızca %2'sini oluşturduğunu açıklamıştı. Bu açıklamaya göre Paulson, hisselerin %64 değer kaybettiği 2 Haziran tarihi itibarıyla elindeki pozisyonun %30'unu satabilmişti. Sino-Forest tuzağına düşen yalnızca Paulson değil. Arizonalı değer yatırımcısı Christopher Davis de 29 Nisan tarihli açıklamasında, şirketin %13'üne sahip olduğunu bildirmişti. Davis'in de zararının 600 milyon dolar olduğu tahmin ediliyor.

Bu arada, şirket hisselerinin tepetaklak düşerek değer kaybetmesi ve ardından S&P tarafından ratinginin düşürülmesi sonrasında bazı yatırımcılar tarafından "ninja tetikçisi" olarak eleştirilen Carson Block ise, kendisinin tam tersine yatırımcıları koruduğunu iddia ediyor. Block'a göre, söz konusu olan açıkça 23.Yüzyıla yatırım yapan Ponzi planı benzeri bir saadet zinciri idi. Burada ciddi usulsüzlükler ve yanlış bildirimler olduğunu ileri süren Block, şirketin de burada sorumlu olduğunu iddia ediyor.



Fidelity'de fon yönetim ücretinde yapılandırma arayışı

Fidelity'nin ilk fonu olan Fidelity Fund (FFIDX), fon yönetim ücretini yeniden yapılandırmak üzere hissedarlarının görüşüne başvurdu. Buna göre, fon yöneticileri fonun ücretlendirilmesinde performansa yönelik bir düzenlemenin fonun içtüzüğüne konulmasını talep ediyor.

Ancak bunun yanı sıra fonun gider oranının da (expense ratio) üçte bir oranında artırılarak, yıllık yüzde 0.6'dan yüzde 0.8'e yükseltilmesini istiyor. Fon yatırımcılarının oylaması Temmuz ayı içinde bitecek.

Fon sektöründe son yıllarda performansa göre ücretlendirme yaygınlaşıyor. Buna göre, fonun performansı benchmarkını geçtiğinde fon kurucusu fazladan başarı primi olarak daha yüksek oranlı fon yönetim ücreti uygularken, benchmarkının altında kaldığı zamanlarda da ceza olarak daha düşük yönetim ücreti uygulayabiliyor. Yatırım fonlarının toplam büyüklüğünün yüzde 10'una yakını bu esasa göre ücretlendiriliyor.

Thomson Reuters'in Ekim 2010 tarihli yaptığı araştırmaya göre, Fidelity yüzde 50'ye yakın fonunu performansa göre ücretlendirerek bu alanda öncülüğü kapmışken, Vanguard grubu yüzde 25 ve Janus

grubu da yüzde 10 ile sıralamaya giriyor.

Ancak yapılan araştırmalar gösteriyor ki, fon yönetim ücretlerinin performansa göre düzenlenmesi fonların getirileri üzerinde büyük etki yaratmamış. Lipper'in 2008 yılında, son 10 yılı kapsayan bir araştırmasına göre, fon yönetim ücretlerini performansa göre düzenleyen fonlar diğerlerine göre "riske uyarlanmış performans" ölçümü ile bir miktar daha iyi getiri sağlamışlar. Ancak, bir başka bulgu da söz konusu performansa yönelik ücretlendirilen fonların, diğer gruba göre daha dalgalı getirilere sahip olması, zira söz konusu fon yöneticileri benchmarklarını geçebilmek için biraz daha fazla riskli pozisyonları tercih etmişler.

Fidelity Fund 1930 yılında kurulmuş ve bugün 5.3 milyar dolar yönetilen varlığa sahip. Yukarıda anlatılan esaslara uygun olarak getirilmek istenen yeni ücretlendirme uygulamasına göre, fon eğer S&P 500 endeksini yüzde 1 oranda geçerse, yıllık baz alınan fon yönetim ücretinin (yeni öneriye göre %0.3) üzerine fazladan 0.02 puan eklenecek. Formül son üç yıllık sonuçlara göre uygulanacağından, Fidelity'nin kısa dönemli dalgalanmalardan olumlu ya da olumsuz bir

etkilenmesi olmayacak. Ayrıca, azami ayarlama oranı olarak artı veya eksi yıllık 0.2 puan öneriliyor.

Ancak, söz konusu düzenlemelerden gelecek para Fidelity'nin gider oranında yaptığı ayarlama ile alacağı fazladan 10 milyon doların yanında önemsiz kalıyor.

Fonun gider oranını 0.2 puan yükseltmesi ile 10.000 dolarlık yatırımcının cebinden her yıl 20 dolar daha çıkacak. Söz konusu yıllık yüzde 0.8 oranı sektördeki benzer fonların ortalaması ile kıyaslandığında hala düşük kalmakla birlikte, uzmanların yaptığı hesaplamalara göre 2002 yılından beri John Avery yönetiminde, S&P 500 endeksini yıllık yalnızca 0.2 puan geçebilen fonun bu küçük avantajı da yapılan gider oranı düzenlemesi ile sıfırlanacak !



YieldPlus: Zirveden İflasa

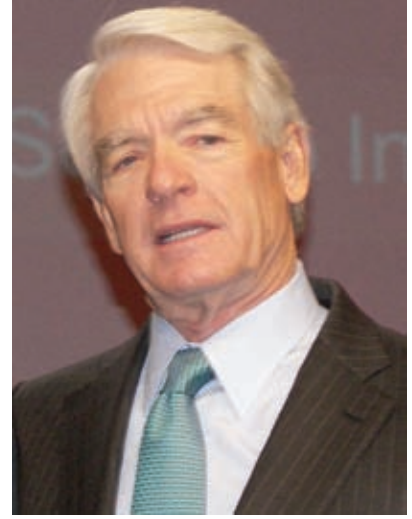
Bir zamanların ultra kısa-vadeli bono fonları kategorisindeki en başarılı fonlarından biri olan YieldPlus Ağustos ayına kadar tasfiye edilerek, kapatılacak. 2007 ortalarında 13.5 milyar dolara ve 200 bin yatırımcıya ulaşan, yönetilen varlıkları ve güçlü performans geçmişi ile sektörün en başarılı fonlarından biri olarak Charles Schwab tarafından nakit yatırımlarına yüksek verimli bir seçenek oluşturarak, heyecanla pazarlanmaktaydı.

Ultra kısa-vadeli bono fonları, genellikle 12 aydan kısa vadeli bonolara yatırım yapıyorlar ve mevduat sertifikası, mevduat veya para piyasası fonlarından daha fazla kazandırıyorlardı. Ancak, sektörün yıldızı olan YieldPlus 2008 krizinde yüzde 35 kaybettirince ve diğer benzer fonlarda da bazı zararlar ortaya çıkınca işlerin görüldüğü gibi olmadığını anlaşıldı.

Hazine bonoları dışında her türlü borç senedine yatırım yapan bu fonlar; yüksek getiri için ana para ödemeleri 10 hatta 20 yıl olan düşük kaliteli özel sektör bonolarını almışlardı. Bunların vade yapısını yasal statüye uydurmak için de bazı türev araçları ile hedge stratejileri kullanmaktaydılar. Ancak kriz ile ratingler düştükçe ve temerrütler ortaya çıktıkça, zarar yazan fondan yatırımcı çıkışının hızlanması ile likidite zorlukları da başgösterdi. YieldPlus 2007 öncesinde kendi kategorisindeki fonlara göre aşırı riskler olarak yüksek getiriler sağla-

maktaydı. Ancak 2007'nin sonlarına doğru ipotekli ve varlığa dayalı senetler sektörlerinde problem çıkmaya başlamasıyla, YieldPlus'ı da kara günler beklemeye başladı. İki yıl içinde hızlı bir değer ve müşteri kaybına uğrayan fon, 2009 Nisan'ına gelindiğinde Temmuz 2007 zirvesine göre %47 değer kaybına uğramış, yatırımcı büyüklüğü de 141 milyon dolara düşmüştü. Bundan sonra Schwab için sıkıntılı günler başladı. Zira milyonlarca dolar zarara uğrayan yatırımcılar Schwab'a yanlış bilgilendirme yaptığı ve fonun risklerini yeterince aydınlatmadığı gerekçesiyle dava açtılar.

Schwab, bu süreçte federal ve devlet mahkemesi ve ABD Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) tarafından açılan çok sayıda dava nedeniyle maddi ve manevi ciddi zarara uğradı. Schwab, bu yıl Ocak ayında piyasa düzenleyicilerinin incelemelerine karşı, söz konusu fonu yanlış pazarladığını kabul ederek, 119 milyon dolarlık bir ceza ödemeyi kabul etti. Ayrıca finansal sektörün düzenleyici otoritesi olan FINRA da Schwab'ı, zarar gören yatırımcılarını tazmin etmek için 18 milyon dolar cezalandırdı. YieldPlus'ın yatırımcıları ise ipoteğe dayalı varlıklar nedeniyle 970 milyon dolar zarara uğradıklarını ileri sürerek dava açmışlardı. Tüm bu gelişmeler ardından Schwab, son zamanlarda ciddi yatırımcı kaybına uğrayan Tax-Free YieldPlus ve California Tax-Free YieldPlus adlı iki fonunu daha kapatmaya karar verdi.



charles SCHWAB

Bu tatsız olaylardan sonra Schwab, fonların yatırımcı bilgilendirme formlarında belirtilen sınırlamalara uyma konusunda daha titiz davranmaya başladı. Örneğin, Short Term Bond Market ve Schwab Total Bond Market fonları ilk çıkışlarında bono endeks fonları olarak tanıtılmışlardı, ancak uzun süre "non agency mortgages" denilen özel sektörün çıkardığı ve kamuya göre daha gevşek sınırlamalara tabi ipoteğe dayalı varlıklarda pozisyon tutmuşlardı. Bunun neticesinde 2008 yılında her iki fon da bağlı buldukları Barclays'ın bono endeksinin 10 puan gerisinde kalmışlardı. Bu yıl, 28 Şubat tarihli dönemsel raporlarında söz konusu fonların benchmarklarına daha uygun bir yatırım politikasına geçtikleri görülüyor.

Morningstar'dan ileriye yönelik yeni bir fon rating sistemi

Chicago merkezli yatırım araştırma şirketi Morningstar, Haziran başlarında yaptığı bir açıklama ile ileriye yönelik tahminler de içeren yeni bir fon değerlendirme sistemi üzerinde çalıştığını duyurdu.

Şirketin halihazırda geçmiş performanslara göre aynı kategorideki fonlar üzerinde yaptığı yıldızlı rating çalışmaları devam edecek. Ancak, mevcut yıldız bazlı rating sistemi geçmiş performanslara ilişkin olduğundan, bunlara göre yatırım yapmak otomobili dikiz aynasından arkaya bakarak sürmek şeklinde eleştiriliyordu; şimdi ise ön camdan görünenleri ortaya çıkarmaya çalışıyor Morningstar !

Morningstar'ın fon araştırmaları bölüm başkanı Don Phillips, her iki rating sistemini karşılaştırırken yeni sistemi fon yönetiminin ve kurucularının mevcut performanslarını sürekli kılabilme kapasitelerini ölçen bir "yetenek" testine benzetti. Halbuki, yıldız bazlı derecelendirme sistemi fonların geçmiş performanslarını değerlendiren bir "başarı" testi olarak görülüyor.

Yeni derecelendirme sisteminin sonbaharda başlayacağı ve ilk aşamada

200 kadar fonu kapsayacağı belirtiliyor. Ancak, nihai hedefin fon endüstrisinin yüzde 80'ini oluşturan 1500 kadar fonu kapsaması olduğu ileri sürülüyor.

Yapılan değerlendirmelerde "pozitif" derecelendirme alan fonlar AAA veya AA ve A şeklinde derecelendirilecek. Bunun dışında "nötr" ve "negatif" olarak derecelendirmeler olacak ancak bunlar farklı harflerle sıralanmayacak.

AAA derecesinin, analist seçimi düzeyindeki çok az fonu kapsayacağı tahmin ediliyor. Bu derecelendirmeyi alan fonların oranı tahminen yüzde 3'ü geçmeyecek. Fonların çoğunluğunun nötr derecesini alacağı tahmin edilirkem, pozitif derecelendirme alan fonların sayısının yüzde 10-20 arasında olması bekleniyor.

Yeni rating sistemi ile gelecek olan bir yenilik de, mevcut yıldız sisteminde en az üç yıllık geçmişi olan fonlar değerlendirilebiliyorken, yeni sistemde oturmuş bir yapıya sahip olan fon yöneticilerinin yönettiği yeni fonların da derecelendirmeye tabii tutulabilecek olması.

Yeni analist rating sistemi, Morningstar'ın ileriye yönelik başarıyı tah-



Don Phillips
Morningstar Fon Araştırmaları
Bölüm Başkanı

min edebileceğine inandıkları beş sütun üzerinde oluşuyor. Bu beş temel ilke şöyle: süreç (yatırım stratejisi ve uygulaması), performans (zaman içinde beklenen getirilerin elde edilmesi), fiyat (gider oranları), insan (yönetim becerileri ve bunun fona yansıtılması) ve grup (fon kurucusunun idari yetenekleri).

Yeni analizlerin, özet olarak web sitesinde ücretsiz açıklanacağı belirtiliyor.



Varlık yönetimi sektörünün uzun vadeli büyümeye katkısı

Gian Luigi Costanzo

Küresel varlık yönetimi sektöründeki gelişmeler

Küresel varlık yönetimi sektörü 2008 yılında dünya genelinde yaşanan finansal krizden ciddi şekilde etkilendi ve bütün bölgelerde yönetilen varlık düzeyinde bir gerileme yaşandı. EFAMA verilerine göre, Avrupa genelinde 2007 sonunda 13,6 trilyon euro düzeyinde bulunan profesyonel olarak yönetilen varlıkların değeri yüzde 21 azalarak, 2008 sonunda 10,8 trilyon euroya düştü. Borsadaki yükseliş ve UCITs'e net girişlerin toparlanması sayesinde, yönetilen varlıkların değeri (AuM) 2009 sonunda tahminen 12,8 trilyon euro düzeyine tekrar çıktı.

Avrupa'da toplam yönetilen varlıkların GSYİH'ya oranı da 2008 sonundaki yüzde 80 düzeyinden

2009 sonunda yüzde 100'e çıkmış bulunuyor. Bu oran Avrupa genelinde ortalama bir rakamı yansıtmakta olup ülkelere ve bölgelere göre büyük farklılıkları içinde barındırmaktadır: Yönetilen Varlık / GSYİH oranı Bileşik Krallık (%209), Belçika (%136) ve Fransa'da (%131) Avrupa ortalamasının çok üzerindedir. Bu ülkelerde varlık yönetimi açık bir şekilde hem iç piyasadaki tasarruf sahipleri ve yatırımcıların ihtiyaçlarını tam olarak karşılamak, hem de uluslararası sermaye girişlerini çekmekte daha yerinde bir rol oynamaktadır.

Fon ve varlık yöneticileri açısından 2010 yılı iyi bir yıl oldu. Avrupa yatırım fonu sektörü, 2010 yılında küresel finans krizi öncesindeki seviyelerine geri döndü. Euro bölgesini etkileyen krizin muazzam boyutuna

rağmen, düzelmeye uzun vadeli fonların tüm kategorilerine yansıdı.

Varlık yönetimi sektörünün krize karşı dayanıklılığı isteğe bağlı olarak farklı yatırım stratejileri uygulayan geniş yelpazeye sahip fonlarla açıklanabilir:

Yatırımcılar, portföylerini küresel ekonomik görünümdeki değişiklikler ve algılanan yatırım risklerine bağlı olarak değişik fon kategorileri arasında değiştirebilir. Örneğin, euro bölgesinde devam eden devlet borçları krizi Aralık ayında devlet tahvili fonlarından çıkışlara yol açtı, buna karşılık özel sektör tahvilleri ve hisse senedi fonları 2011'e yönelik olumlu ekonomik görünüme dayanarak yükseldi. Yatırımcılar, portföylerini piyasa dalgalanmalarından koruyabilmek ve daha yüksek getiriler elde edebilmek için

varlık sınıflarında daha fazla çeşitlenmeye yöneliyorlar.

Ekonomik büyümenin bir aracı olarak varlık yönetimi

Varlık yönetimi, ekonomik büyüme açısından hayati öneme sahip bir kaynaktır. Uygun tasarruf araçları arayan yatırımcılarla, reel ekonominin finansman ihtiyaçları arasında bir köprü vazifesi görür.

Varlık yönetimi, Avrupa ekonomisine çok önemli katkılarda bulunuyor:

Yatırım fonlarında bulunan toplam varlıklar 2010 sonu itibarıyla Avrupa Birliği'nin GSYİH'sının %66'sını temsil ederken, profesyonel olarak yönetilen toplam varlıklar AB GSYİH'sının %100'ünden fazlasına tekabül etmektedir. Bu da yatırım fonlarının bireysel ve kurumsal yatırımcılardan sermaye temin eden ve diğer sektörlere (para ve finans kuruluşları, finansal olmayan kuruluşlar ve devlet kuruluşları) fonlama sağlayan finansal araçlar olarak, Avrupa ekonomisine yaptığı önemli katkıyı teyit eder niteliktedir. Avrupa varlık yönetimi sektörü Avrupa ekonomisi için üç temel işlevi yerine getirmektedir:

Bunlardan birincisi, sermayeyi fazlasıyla bulunduğu yerlerden, kit bulunduğu yerlere kanalize etmektir. Yani varlık yöneticileri; hem birincil (Halka arzlar ve özel plasmanlar) hem de ikincil piyasalara özkaynak sağlayarak ve bunun yanı sıra kurum ve finansal kuruluşlara da - şirket tahvilleri yoluyla doğrudan veya para piyasaları yoluyla dolaylı olarak - kredi temin ederek ve son olarak da kamu açıklarını fonlamaya yardımcı olarak reel ekonomiye destek olurlar ve finans piyasaları zincirinde çok önemi bir bağlantı konumundadırlar.

İkincisi, sektör sermaye piyasalarının güvenli işleyişini garanti etmek için gereken en önemli likidite sağlayıcılardan birisidir.

Üçüncüsü, müşterilerinin portföyle-

*Yatırımcılar,
portföylerini piyasa
dalgalanmalarından
koruyabilmek ve daha
yüksek getiriler
elde edebilmek
için varlık
sınıflarında daha
fazla çeşitlenmeye
yöneliyorlar.*

rini çeşitlendirebilmeleri ve yatırım hedeflerini gerçekleştirebilmeleri için bir dizi enstrüman ve pazara erişebilmelerini sağlar.

Varlık yöneticileri, müşterilerinin kendilerine verdiği vekaleti uygun bir şekilde yerine getirirken; sektörlerdeki, ülkelerdeki ve bölgelerdeki gelişmeleri devamlı izleyerek; yenilikleri, süreçleri ve stratejileri başarılı bir şekilde uygulama şansına en fazla sahip şirketleri belirleyerek; ve finansal kaynakları en çok başarı vaat eden bu şirketlere tahsis ederek genel olarak ekonomik kalkınmayı da canlandırmalıdır. Hisse senedi (ve muhtemelen özel sektör tahvili) yatırımlarında sorumlu mülkiyet, bu alanda iyileşme konusunda hâlâ kat edilmesi gereken epey yol bulursa da, giderek artan bir şekilde varlık yöneticilerinin, danışmanların, vekillerin ve varlık sahiplerinin temsil görevlerinin bir parçası haline gelmektedir.

Varlık yöneticileri, müşterilerinin çıkarlarının "hizmetlisi" gibi davranmalıdır. Müşterilerine sundukları değer, müşterilerinin yatırım hedeflerine ulaşmasını sağlamak ve onların finansal anlamda refahlarını artırmak olmalıdır. Varlıkların mülki-

yeti müşterilerde kalmaya devam eder, yani varlık yöneticilerinin bilançosunda gösterilmez. Bununla birlikte varlık yöneticileri, yönetilen varlıkların yönetimiyle yükümlü olup müşterilerine karşı bu varlıklardan sorumludur. Ancak, varlık yöneticileri "işverenlerinin" - yani müşterilerinin - isteği üzerine varlıkların yönetiminde bir "acente" sıfatıyla hareket ederler ve bunu acentelik sözleşmesinin koşullarına uygun olarak yerine getirirler. Bu nedenle, acentelik sözleşmesinin şartlarının uygun bir şekilde belirlenmiş olması ve varlık sahiplerinin hedeflerini gerçekleştirme hedeflemesi - ki bu kurumsal yatırımcılar için ve hatta bireysel yatırımcılar söz konusu olduğunda daha da fazlasıyla oldukça güç bir iştir - çok önemlidir.

Emeklilik veya hayat sigortası fonlarının aksine özellikle yatırım fonlarının yükümlülükleri (ve daha genel olarak varlık yöneticilerinin yükümlülükleri) daha az "yapışkandır"; yani müşteriler paralarını (neredeyse) günlük ihbarda bulunarak çekebilir. Bu, varlık yöneticilerinin aşırı derecede "kısa vadeli" olmasına ve bunun yanı sıra ünlü "kalabalıklarla birlikte yanlış tarafta olmak mutlu bir azınlıkla birlikte doğru tarafta olmaktan daha iyidir" deyişinden hareketle "sürü" davranışına da yol açabilir. Varlık yöneticileri, fonlarına giren veya çıkan sermayede, genellikle verilen bir göstergenin beklentilerin üzerinde veya altındaki gerçekleşmesine bağlı olarak oluşabilecek dalgalanmalara göğüs gerebilmek için, yatırımlarının "likiditesine" çok dikkat etmek ve böylelikle pazarın daha az likit - ama potansiyel olarak çok daha kârlı - alanlarında oluşabilecek fırsatları göz ardı etmek zorundadır.

Son olarak, varlık yöneticilerini nihai bireysel müşterilere bağlayan dağıtım kanallarının oynadığı rol ve konumuzla olan ilişkisini de unutmamalıyız: doğrudan veya dolaylı

olarak bireysel müşterilerle ilgilenirken fon yöneticileri her zaman, distribütörlerce yapılan satış aşamasında son yatırımcıya verilen tavsiyelerin nitelik ve bağımsızlığına bağlıdır.

Para piyasası fonları için zor zaman

Çok düşük kısa vadeli faiz oranları, mevduatların payını artırmak suretiyle bilânçolarını güçlendirmeyi isteyen bankalardan gelen rekabet ve cesaret verici ekonomik görünüm, 2010 yılında yatırımcıları varlıklarını para piyasası fonlarından uzaklaştırmaya ikna etti.

Para piyasası fonları, bankaların dönemin yüksek enflasyon oranlarını mudilere yansıtılmalarının yasak olduğu 1970'li yıllarda ortaya çıktı. O günlerden sonra da şirketlerce ve bunun da ötesinde diğer finans kuruluşlarınca ihraç edilen birçok kısa vadeli borçlanma senedi için bir depo görevi gördüğü için, sermaye piyasalarının sorunsuz işleyişi açısından hayati öneme sahip olan, "gölge" bankacılık sisteminin önemli bir parçası haline geldi. Öte yandan, yatırımcılar ve şirketler önemli ölçüde nakitte olduklarında bile istikrarlılığı, karşı tarafların çeşitliliği, kredi analizi ve likidite gibi gerekçelerle para piyasası fonlarına itibar gösteriyorlar; bu noktada getirinin önemi genellikle ikinci planda kalıyor.

ABD ve Avrupa'daki düzenleyici kuruluşların kararları yatırımcılar açısından bu alanda güvensizlik yaratabilecek birçok hususu açıklığa kavuşturmuş olsa da, özellikle varlıklarını piyasaya günlük bazda beyan etmeyen para piyasası fonları açısından riskler tamamen ortadan kalkmış değildir. Financial Times'in oldukça itibar gören Lex köşesinde bu para piyasası fonlarının "iflas edilmesine izin verilemeyecek kadar büyük" oldukları ve bunlara yönelik bir tehdidin ortaya çık-

ması halinde hükümetin devreye girmek zorunda kalacağı belirtilmiştir. Burada sonuç olarak, bu gölge bankaların aynı normal bankalar kadar sıkı düzenlemelere tabi tutulması gerektiği söylenmiştir.

Düzenlemeler bazı riskleri azaltmış olsa da, bunların yerine diğer bazı risklerde artış gözlenmektedir. Şirketler, fonların ihtiyaç duyduğu çok kısa vadeli ticari borçlanma senetlerini ihraç etmeye artık daha az istekli olup bu senetlerin yerini çok daha dalgalı bir seyir izleyebilen kısa vadeli banka senetleri almış bulunmaktadır. İhraççı şirketlerde azalışla birlikte, para piyasası fonları, başını finansal kurumların çektiği bazı karşı tarafların risklerine fazlasıyla açık hale gelmiştir. Aynı zamanda, para piyasası fonları sektöründeki yoğunlaşma da artmıştır. ABD'de sektörün %75'i ilk 10 fonun elinde bulunmaktadır. Derecelendirme kuruluşu Moody's, gelecekte ortaya çıkabilecek bir kriz durumunda bu fonların ana şirketlerinin kurtarmaya gelmesinin çok düşük bir olasılık olduğunu düşünmektedir. Bunun da ötesinde, bazı para piyasası fonları, belli bir kazancı garanti edebilmek amacıyla, yatırımcılarını Hazine kâğıtlarından şirketler veya banka senetlerine ve hatta daha düşük kredibiliteye sahip ülkelerin ihraçlarına kaydırarak daha fazla risk almaktadırlar.

Piyasalardan bir kaçış furyası yaşanması olasılığı azalmış olabilir, ama tamamen ortadan kalkmış değildir, ve finansal sisteme yönelik sistemik tehlikeler hâlâ yerinde durmaktadır.



Çok düşük kısa vadeli faiz oranları, mevduatların payını artırmak suretiyle bilânçolarını güçlendirmeyi isteyen bankalardan gelen rekabet ve cesaret verici ekonomik görünüm, 2010 yılında yatırımcıları varlıklarını para piyasası fonlarından uzaklaştırmaya ikna etti.

Makalenin İngilizce aslı OECD tarafından yayınlanmıştır:

Gian Luigi Costanzo (2011) "The contribution of the asset management industry to long-term growth", OECD Journal Financial Market Trends, Vol. 2011/1, www.oecd.org/daf/fmt

©2011 Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD), OECD, Paris izniyle yayınlanmakta olan bu Türkçe tercümenin yayın hakkına sahiptir. Türkçe tercümenin kalitesi ve aslı ile uygunluğu TKYD sorumluluğundadır.

Krizlerin sınıfsal analizi ve ABD'nin geleceği

Clinton döneminde Çalışma Bakanlığı yapan Robert Reich, küresel ekonomide yaşadığımız halsizliği ve bunun Amerikan ekonomisine etkilerini ele almış. Bunu yaparken, sorunun köklerine inmiş ve ABD'nin yarattığı savaş harcamalarına dayanan güçsüz kapitalizmden kurtulmanın yollarını da sıralamış.

Şimdiye dek 12 kitap yazan Robert Reich'in son kitabı Aftershock: The Next Economy and America's Future (Şok Sonrası: Gelecek Ekonomi ve Amerika'nın Geleceği) son 30 yıldaki ekonomik krizlerin nedenlerini analiz ederken, gelecekteki temel eğilimler konusunda da öngörülerde bulunuyor. Kaliforniya Üniversitesi'nde kamu politikaları profesörü olan Reich'in The Work of Nations adlı kitabı 22 dile çevrildi. Reich, kimi kitap eleştirmenleri tarafından "Amerika'nın en yetenekli yazarlarından biri" olarak nitelendiriliyor.

Reich, ABD'deki aksaklığın ekonomik ve sınıfsal düzenden kaynaklanmadığını, sorunun orta sınıflara fazla fırsat verilmesiyle daha az çalışarak zenginleşmesinden ve harcama yapmasından kaynaklandığını savunuyor. Bu konuda ilginç bir rakam da veriyor: 2007 yılında Amerikalılar mediyasyondan ilaca kadar uyumaya yardımcı harcamalara 23.9 milyar dolar ayırmış.

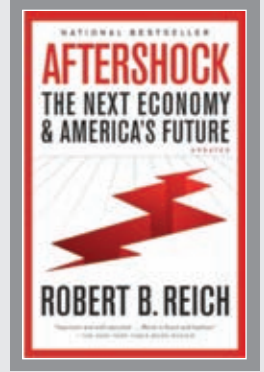
Reich, Amerikalıların satın alma gücünün Ameri-

kan ekonomisinin üretebileceği oranda olmadığını ancak buna rağmen Amerikalıların çok fazla satın alıp çok az tasarruf yapmasıyla oluşan tüketim spiralinin yıllardır devam ettiğini savunuyor.

Ayrıca Başkan Obama'nın ekonomiyi hızlandırma paketinin gerçek canlanmayı sağlayamayacağını savunan Reich, paketin 40 yıldır alt sınıfların yoksullaşmasıyla artarak devam eden gelir eşitsizliği sorununu çözmekten uzak olduğunu ifade ediyor. Reich, Amerikalıların en zengin yüzde 1'inin ekonominin dörtte birine sahip olmasının en önemli sorunlardan biri olduğuna dikkat çekiyor.

New York Times Book Review'da, Reich'in kitabı hakkında bir yazı kaleme alan Dış İlişkiler Konseyi (CFR) üyesi Sebastian Mallaby, yazarın ABD'ye ilişkin sınıfsal analizinin ve orta sınıfların tüketim eğilimi hakkındaki görüşlerinin önemine dikkat çekiyor. Kirkus dergisindeki yazıda kitap için "kolay anlaşılır, berrak ve ikna edici" ifadeleri kullanılırken, Publishers Weekly, "gerekli yapısal reformların ne kadar acı verici olacağını anlatan güçlü bir kriz kitabı" olarak tanımlamış.

Kitap hakkında belki de en iyi yorumu New York Times'tan Bob Herbert yaptı: "ABD'nin Büyük Buhran'dan büyük refah dönemine ve oradan yeniden küresel krize nasıl gittiğini ve neler olduğunu en net biçimde anlatan çalışmalardan biri."



Aftershock: The Next Economy and America's Future

Robert Reich

Knopf, Eylül 2010,
192 sayfa.

Trend takibinin ustasından emirler

Tanınmış bir trend takip uzmanı olan Michael T. Covel, bu konuda özellikle yeni nesil işlemcilerle yönelik çalışmalarıyla biliniyor. 2004 yılında yayımlanan ilk kitabı Trend Takipçisi, Türkçe dahil dokuz dile çevrilen Covel, trend takip edicilerin nasıl milyonlar kazandığını iyi belgelenmiş, titizlikle araştırılmış ve okuması kolay kitaplarıyla anlatır. Yazarın ikinci kitabı 'The Complete Turtle Trader: The Legend, the Lessons, the Results' da beş dile çevrildi.

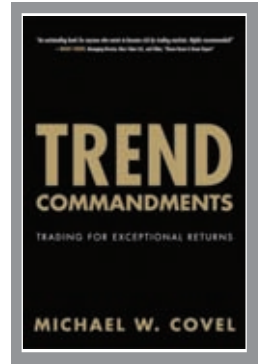
Covel'in yeni kitabı; Trend Commandments: Trading for Exceptional Returns (Trend Emirleri: Sıradışı Getiriler İçin İşlem Yapmak) yatırımcıya trend takipçiliğinde başarılı için geniş bir vizyonu öğretmeyi ve karşılaştırma yapmayı hedefliyor. Covel için piyasanın yukarı ya da aşağı gitmesi fark etmiyor. Her zaman bir trend olduğunu ve bu nedenle her zaman para kazanmanın mümkün olduğunu savunuyor.

Krizleri önceden tahmin etmesiyle tanınan ve adı "Bay Felaket"e çıkan ünlü yatırımcı Marc Faber, Covel'in kitabı hakkında, "Piyasalarda işlem yaparak zengin olmak isteyenler için mükemmel bir kitap. Hararetle tavsiye ederim" derken, Dailywealth adlı yatırım bülteni ve sitesinin kurucusu Steve Sjogge-

rud, Covel'in kitapta ortaya koyduğu fikirleri takip edenlerin başarılı bir işlemci olacağından emin olduğunu söyledi.

Formula Capital'in yöneticisi James Altucher ise, "Borsa konusunda bir kariyer planlıyorsanız, Covel'un önceki kitaplarını masanıza koyun, bunu da satın alın. Okuyun. Şimdi kariyerinize başlayabilirsiniz" sözleriyle kitaba olan beğenisini ortaya koyarken, Computer Trading Group'un CEO'su Peter Borish, trend takibinin temellerini veren, kolay okunabilen ve aşırı teknik olmaktan uzak bir kitap olduğunu ifade ediyor.

Piyasalarla ilgili haber ve yorumlarıyla öncü bir site olan ve 70 ülkeden binlerce katılımcının yazı ve yorumlarına ev sahipliği yapan www.turtletrader.com sitesinin kurucu editörlüğünü de yapan Covel, aynı zamanda dokümanter film yönetmeni... Covel'in 2007-2009 dönemindeki piyasa çöküşünde insan davranışlarını ve trend takibini ele aldığı belgesel film Broke: The New American Dream (Meteliksiz: Yeni Amerikan Rüyası) ilk kez 2009 yılında gösterildi. Üç kitada 13 kentte çekilen film Larry Hite, Jim Rogers, David Harding, Mark Mobius ve Bill Miller gibi efsane yatırımcılara da yer veriyor.

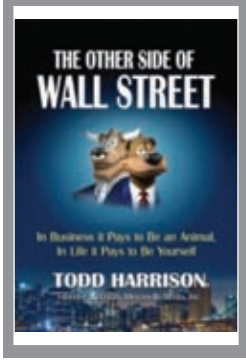


Trend Commandments: Trading for Exceptional Returns

Michael W. Covel

FT Press, Haziran 2011,
288 sayfa.

Wall Street'in perdesini indiren şair yürekli işlemci



The Other Side of Wall Street: In Business It Pays to Be an Animal, In Life It Pays to Be Yourself

Todd A. Harrison

FT Press, Mayıs 2011, 192 sayfa.

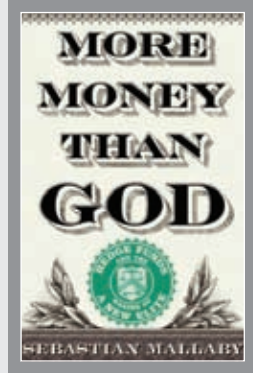
Wall Street'te 20 yıllık bir deneyim sahibi Todd A. Harrison, Morgan Stanley gibi aracı kurumlarda başkan yardımcılığı yapmış bir isim. Özellikle türev piyasalarda uzmanlaşmış olan Harrison, çeşitli hedge fonlarda, türev piyasa şirketlerinde de üst düzey yöneticilik yaptı. Bu nedenle Wall Street'i çok iyi tanıyanlardan biri. Kitabı; The Other Side of Wall Street: In Business It Pays to Be an Animal, In Life It Pays to Be Yourself (Wall Street'in Diğer Yüzü; İş Hayatında Hayvan Olmak; Gerçek Hayatta Kendin Olmak İşe Yarar) Wall Street'in gizli yüzünden şimdiki dek anlatılmamış öyküleri okuyucunun önüne getiriyor. Morgan Stanley'in adrenalin dolu işlem saatlerinden, piyasaların önde gelen isimlerinin para ve yaşam üzerine fikirlerine kadar her türlü detayın yer aldığı kitap, WashingtonPost.com'un eski ekonomi editörü Jamie Hammond'un deyimleriyle, "Şimdiye dek okuduğunuz hiçbir Wall Street öyküsüne benzemiyor." The Other Side of Wall Street hakkında WallStreetOasis.com adlı sitenin yöneticisi Edmundo Braverman tarafından kaleme alınan yazıda, Harri-

son'un Morgan Stanley'in türev enstrümanlar masasında yıllık 28 bin dolar ücret ile başladığı ve kariyerindeki yükselişi bu kuruluşun başkan yardımcılığı ve 400 milyon dolarlık Cramer Berkowitz hedge fonunun CEO'luğu ile taçlandığı ifade ediliyor.

New York Daily News'un eski yayın yönetmeni Martin Dunn, Harrison'un Wall Street'in perdesini indirdiğini söylerken, Bailout Nation adlı kitabın yazarı Barry Ritholtz ise, "Wall Street'in son dürüst adamından katıksız bir uyarıcı" ifadesini kullanıyor. Yahoo Finance editörü Barry Ritholtz'un benzetmesi ise çok ilginç: Harrison şair yürekli parlak bir işlemcidir.

Harrison ise, bir söyleşide piyasalardaki mevcut tabloyu dot.com balonunun patlamasından sonraki döneme benzetiyor. Harrison borç sorununa da dikkat çekerken, çok acı bir ilaç olsa da borç imhası programının gerekliliğine vurgu yaparak, "Borç imhası ve/veya borçların yeniden yapılanması olsa da hastalığı tedavi edecektir ve küreselleşmeyi yoluna koyacaktır" diyor.

Hedge fonların para ile bezenmiş tarihi



More Money Than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite

Sebastian Mallaby

Penguin Press, Haziran 2011, 496 sayfa.

Bu kitap hedge fonları en ince ayrıntısına kadar anlatıyor. Yazarı, Washington Post'ta köşe sahibi olan deneyimli gazeteci Sebastian Mallaby, hedge fonların tarihini öncüsü A.W. Jones'tan başlayıp günümüzde 'evrenin efendisi' George Soros'a kadar anlatıyor.

More Money Than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite (Tanrının Sahip Olabileceğinden Daha Fazla Para; Hedge Fonlar ve Yeni Elitin İnşası) aslında anlatı tarzında bir tarih çalışması ancak yarım yüzyıl önce ilk hedge fon ve yöneticilerinden başlayarak bu sektörün önemli aktörlerini anlatırken, hedge fonların yatırım stratejilerini ve küresel finanstaki yerlerini de aktarıyor.

Dış İlişkiler Konseyi (CFR) üyesi ve 13 yıllık eski bir The Economist çalışanı olan Mallaby'nin kitabı, küresel ekonomi basınında geniş yer buldu ve art arda değerlendirme yazılarına konu oldu. The Wall Street Journal'da Scott Patterson imzalı yazıda, Mallaby'nin bu endüstriyi gözaltına alarak aslında bir kamu hizmeti yaptığı vurgulanırken, canlı anlatım tarzıyla kitabın parlak bir ışık saçtığı ifade edildi.

Financial Times'ta ise gazetenin yatırım editörü James Mackintosh imzalı yazıda, kitabın iniş çıkışlı bir endüstrinin görkemli hesaplaşması oldu-

ğu vurgulandı. New York Times'ta yazan Chrystia Freeland da kitabı, "küresel finansın en zengin devlerinin öyküsü" olarak nitelendiriyor.

İlk hedge fon kurucusu Alfred Winslow Jones'un öyküsü ise gayet ilginç; Harvard'ı bitirdikten sonra Avrupa'ya giden ve İspanya Sivil Savaşı'nda Ernest Hemingway ve Dorothy Parker ile ön cephede savaşıp içki içen Jones, 48 yaşında ilk hedge fonunu kurarak, günümüzde de kullanılan yatırım yapısının temelini atıyor.

Küresel finansal sisteme entegre bir bölüm olan hedge fonların çok az yasal düzenleme ile çalışması her zaman eleştiri konusu oldu. Mallaby, hedge fonların finansal sistemin en istikrarsız kısmı olarak bilindiğini ancak aslında riski bankalardan, yatırım bankalarından ve sigorta şirketlerinden daha iyi yönettiğini ifade ediyor. Mallaby, sözlerini şöyle sürdürüyor: "Hedge fonların tarihini iki nedenden dolayı yazdım. Birincisi, ekonomimizin en gizemli alt kültürünü anlatmak ikincisi ise, hedge fonların yeniden yapılanması gerektiği yolundaki genel görüşü tartışmaya açmak."

Mallaby'nin 2004'de yayımlanan The World's Banker adlı kitabı da finansal krizlerin, ekonomide başarısız ülkelerin ve ülkelerin refahının ve yoksulluğunun öyküsü niteliğinde...

UCITS Pazarında Trendler

Net satışlar

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) 2011 yılı ilk çeyrek verilerine göre, UCITS fonlarında toplam net para girişi 30 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılı son çeyrekte ise 26 milyar Euro net para girişi olmuştur. Hisse fonlarındaki güçlü para girişinin ilk çeyrekte azalmasına karşın dengeli/karma ve bono fonlarındaki para girişlerinin artmasıyla UCITS net satışları 2011 yılı ilk çeyreğinde artış göstermiştir.

Yılın ilk çeyreğinde en fazla para girişi 20 milyar Euro ile dengeli/karma fonlarda görülmüştür. Bu fonları bono, diğer ve hisse fonları sırasıyla 7 milyar Euro, 7 milyar Euro ve 5 milyar Euro ile takip etmiştir. Aynı dönemde para çı-

kışı sadece 9 milyar Euro ile para piyasası fonlarında görülmüştür. Para piyasası fonlarındaki para çıkışı 2009 yılı ikinci çeyrekte bu yana devam etmektedir.

İlk çeyrekte 14 üye ülke net para girişi açıklamıştır. Açıklanan verilerine göre, ülkeler bazında 1 milyar Euro üzerinde net para girişi olan ülkeler sırasıyla; Lüksemburg (24 milyar Euro), İrlanda (13 milyar Euro), İsviçre (6 milyar Euro), İngiltere (5 milyar Euro) ve Norveç (5 milyar Euro)'tir. Aynı dönemde gerek hisse fonlardaki para girişinin düşmesi, gerekse para piyasası fonlarındaki para çıkışı etkisiyle Fransa'da 15 milyar Euro, İtalya'da da 8 milyar Euro para çıkışı gerçekleşmiştir.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

2011 yılının ilk çeyreğinde, para piyasası fonları net aktif değeri %2,6'lık düşüşle 1,141 milyar Euro'ya seviyesine gerilemiştir. Para piyasası fonlarındaki düşüşü %1,5 ile hisse fonları (2,112 milyar Euro) takip etmektedir. Bono

fonları net aktif değeri de bu dönemde %0,4 seviyesinde düşerek 1,383 milyar Euro olmuştur. Aynı dönemde dengeli/karma fonları ise %1,3'lük artışla 943 milyar Euro'ya ulaşmıştır.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı						
UCITS türleri	31/03/2011		31/12/2010 göre değişim		Çeyrek dönem değişim (%) ⁽¹⁾	
	EUR m	Pay	EUR m	Pay	EUR m	% değişim
Hisse	2,112	36%	2,144	36%	-32	-1.5%
Dengeli	943	16%	931	16%	12	1.3%
Toplam Hisse ve Dengeli	3,055	51%	3,075	51%	-20	-0.7%
Tahvil	1,383	23%	1,389	23%	-6	-0.4%
Para Piyasası	1,141	19%	1,172	20%	-31	-2.6%
Fonların Fonu ⁽²⁾	90	2%	90	1%	0	0.0%
Diğer	279	5%	278	5%	1	0.3%
TOPLAM	5,949	100%	6,004	100%	-55	-0.9%
(Garantili Fonlar)	190	3%	188	3%	1	0.8%

(1) Aralık 2010 sonu - Mart 2011 sonu (2) Fransa, Lüksemburg, İtalya ve Almanya'da bulunan fon sepetleri hariç, bunlar diğer fonlar içerisinde bulunuyor.

Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

EFAMA'nın yayınladığı 2011 yılı ilk çeyrek istatistiklerine göre, Avrupa Yatırım Fonları Sektörü'nde yatırım fonları büyüklüğü yaklaşık %0,4 oranında azalarak 8,14 trilyon Euro'dan 8,11 trilyon Euro'ya gerilemiştir. Buna göre, net aktif değer UCITS'lerde %0,9 düşüşle 5,95 trilyon Euro'ya gerilerken, non-UCITS'ler %1,2'lik artışla 2,16 trilyon Euro'ya yükseldi.

2011 yılı Mart ayı itibarıyla, toplam yatırımlar içerisinde UCITS'lerin payı 5,95 trilyon Euro ile %73 seviyesinde, non-UCITS'lerin payı da 2,16 trilyon Euro ile %27 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Aynı dönemde UCITS fon sayısı 36,774, non-UCITS fon sayısı ise 17,028'e ulaşmıştır.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu						
Üye Ülkeler	31/03/2011		30/12/2010		31/03/2010	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim ⁽¹⁾	EUR m	% değişim ⁽²⁾
Avusturya	146,361	1.8%	147,677	-0.9%	144,157	1.5%
Belçika	94,019	1.2%	97,229	-3.3%	98,149	-4.2%
Bulgaristan	243	0.0%	229	6.1%	186	30.9%
Çek Cumhuriyeti	4,938	0.1%	4,883	1.1%	4,756	3.8%
Danimarka	135,484	1.7%	135,442	0.0%	118,683	14.2%
Finlandiya	61,587	0.8%	61,506	0.1%	59,071	4.3%
Fransa	1,494,784	18.4%	1,502,725	-0.5%	1,451,846	3.0%
Almanya	1,140,028	14.1%	1,125,853	1.3%	1,062,691	7.3%
Yunanistan	9,164	0.1%	9,128	0.4%	9,686	-5.4%
Macaristan	14,387	0.2%	13,541	6.2%	12,585	14.3%
İrlanda	953,556	11.8%	962,503	-0.9%	813,291	17.2%
İtalya	225,163	2.8%	233,894	-3.7%	251,471	-10.5%
Lihtenştayn	31,280	0.4%	31,078	0.6%	23,253	34.5%
Lüksemburg	2,190,896	27.0%	2,198,994	-0.4%	1,980,538	10.6%
Hollanda	77,197	1.0%	78,990	-2.3%	79,000	-2.3%
Norveç	67,566	0.8%	63,243	6.8%	53,939	25.3%
Polonya	29,184	0.4%	28,757	1.5%	25,876	12.8%
Portekiz	25,296	0.3%	25,793	-1.9%	28,973	-12.7%
Romanya	3,317	0.0%	2,968	11.7%	3,028	9.5%
Slovakya	3,749	0.0%	3,763	-0.4%	3,581	4.7%
Slovenya	2,231	0.0%	2,251	-0.9%	2,298	-2.9%
İspanya	172,808	2.1%	169,568	1.9%	193,955	-10.9%
İsveç	164,583	2.0%	166,089	-0.9%	138,961	18.4%
İsviçre ⁽³⁾	250,408	3.1%	253,216	-1.1%	203,589	23.0%
Türkiye	20,482	0.3%	17,565	16.6%	17,544	16.7%
İngiltere	792,244	9.8%	804,499	-1.5%	699,227	13.3%
Tüm fonlar	8,110,954	100.0%	8,141,383	-0.4%	7,480,336	8.4%
UCITS varlıkları	5,948,745	73.3%	6,004,269	-0.9%	5,643,007	5.4%
Non varlıkları	2,162,209	26.7%	2,137,114	1.2%	1,837,328	17.7%

(1) Aralık 2010 sonu - Mart 2011 sonu. (2) Mart 2010 sonu - Mart 2011 sonu.

(3) 2010 yılı sonundan bu yana devam eden varlık artışı İsviçre'deki fon sayısı artışından kaynaklanmaktadır.



A Tipi Fonlarda Büyüme Devam Ediyor

Türkiye Yatırım Fonu piyasası, özellikle mart ayından itibaren faiz oranlarındaki artış ve hisse senedi piyasasındaki düşüşün yanı sıra dalgalanmaların da etkisi ile yılın ikinci çeyreğinde birinci çeyreğin sonuna göre %0.6'lık kısmi bir daralma yaşadı. Buna rağmen, yılın ikinci yarısı sonunda sene başındaki seviyesi olan 32.9 milyar TL'lik büyüklüğünü korumayı başardı. 2010 yılı ikinci çeyrek verileri ile karşılaştırıldığı zaman büyüme %8.3'e eşdeğer.

Yatırım Fonu piyasasının büyüklüğünün omurgasını oluşturan likit fonların yılın ilk yarısı sonunda yıl başına göre %2 oranında küçülmesi, piyasanın büyüyememesinde önemli rol oynarken, yılın her iki çeyreğinde likit fonlardaki stabil gerileme dikkat çekti. 2011 yılı birinci yarı sonu ile 2010 yılının aynı dönemine göre likit fonların aynı seviyeyi koruduğu görülmektedir. Likit fonlardaki toplam yatırımcı sayısında yılın ilk çeyreğinde %4.5 gibi önemli düşüş yaşanmıştı. Yılın ikinci çeyreğinde bu çerçevede biraz toparlanma görülse de, likit fonlar 2011 başındaki 2.9 milyonu aşkın yatırımcı seviyesine ulaşamadı. Tüm yatırım fonlarında ise toplam yatırımcı sayısı çok düşük bir gerileme yaşasa da, 3.6 milyon seviyesini koruyabildi.

Yılın ikinci çeyreğinde hisse senedi piyasasındaki ne-

gatif performansa rağmen A Tipi fonların toplam büyüklüğünün birinci çeyreğin sonuna göre %4 oranında artış kaydetmesi, geçtiğimiz yıllara göre düşen faiz ortamında yatırımcıların alternatif yatırım aracı arayışına yönelik beklentileri destekledi. A Tipi fonların özellikle yılın ilk çeyreğindeki %13'lük büyümesinin sağladığı güçlü katkı ile yılın ilk yarısında %18 gibi dikkat çekici oranda artması sonucu toplam piyasadan aldığı pay %5.5'e yükseldi.

Anapara Garantili ve Koruma Amaçlı fonlarda yılın ikinci çeyreğinde birinci çeyrek sonuna göre gözlemlendiğimiz %16'lık yükselişin ardından, yılın ilk çeyreğinde yılbaşına göre %17 oranındaki büyüme alternatif yatı-

Fon Türü Bazında Kırılım (%)

	2010	Mart . 11	Haz . 11
B Tipi Likit	70,8	69,8	69,6
B Tipi Değişken + Tahvil Bono	13,9	12,4	10,7
Anapara Garantili ve Koruma Amaçlı	7,5	8,8	10,3
B Tipi Diğer	3,0	3,5	3,9
A Tipi	4,6	5,2	5,5

rim aracı arayışının devam ettiğinin diğer kuvvetli göstergesi oldu. Devam eden büyüme ile anapara garantili ve koruma amaçlı fonların yılın ilk yarısında sene başına göre %36 oranında yükselişi sonrasında tüm piyasadan aldığı pay %10'un üstüne çıktı. 2010 yılının ilk yarısı sonu ile karşılaştırıldığında, bu fon türündeki artışın %140'ın üstünde gerçekleştiğini vurgulamak isteriz.

Bunların yanı sıra, son yıllarda artan cazibesi ile yatırımcıların dikkatini çeken altın'a yatırım yapan fonlarımızın büyüklüğünde %60'a yakın yaşanan artış, tüm piyasa büyümesini destekleyen diğer bir tür olarak öne çıktı.

2011 yılının ikinci çeyreğinde tahvil ve bono fonlar ile B tipi değişken fonların toplamının artan faiz oranları ile birinci çeyreğin sonuna göre %15'lik daralması dik-

kat çekerken, yılın ilk çeyreğindeki %10'luk gerilemenin ardından yılın ilk yarısında yılbaşına göre yaşanan düşüş %23'e ulaştı. Bu fon türlerinin 2011 başında tüm piyasadan aldıkları %14'lük pay %11'e gerilerken, sadece tahvil ve bono fonların payının %5 ile A Tipi fonların payının altına gerilemesi dikkat çekici diğer önemli bir konu.

Sonuç olarak, 2011 yılının hem ilk hem de ikinci çeyreğinde yatırım fonları piyasasının büyümesine katkı veren anapara garantili ve koruma amaçlı fonlar, A tipi fonlar ile altın fonları gibi türlere yatırımcıların yılın ikinci çeyreğinde birinci çeyreğe göre kısmi ivme kaybına rağmen talep göstermeye devam ettiğini görüyoruz. Likit fonlar ile tahvil ve bono fonlar ile B tipi değişken fonlarda yaşanan daralma ise tüm piyasanın büyümesine olumsuz katkı veren türler olarak öne çıkmaktadır.

Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından Kurumsal Yatırımcı için hazırlanmıştır.

Yatırım Fonları Sektöründe Net Satışlar

Tablo 1'de görüldüğü üzere, 2011 ilk yarısında yatırım fonları sektöründe tüm fonlara 672.5 milyon TL net para girişi gerçekleşmiştir. En büyük fon çıkışı 751.8 milyon TL ile likit fonlarda olurken, likit fonları 701.8 milyon TL ile tahvil bono fonlarında çıkışlar takip etmiştir. İlk altı ayda en büyük para girişi ise 2.2 milyon TL ile korumalı fonların ağırlıklı olarak yer aldığı diğer fonlar kategorisinde gerçekleşmiştir. Öte yandan hisse senedi fonlarına aynı dönemde 162.3 milyon net para girişi yaşanmıştır.

Tablo 2'de de Nisan-Haziran döneminde net para girişinin 67.3 milyon TL ile sınırlı kaldığı görülmektedir. İlk çeyrekte yatırım fonlarına net para girişi daha fazla olmuştur. İkinci çeyrekte aynı birinci çeyrekte olduğu gibi en fazla para çıkışı likit fonlarda, en fazla para girişi de korumalı fonların yer aldığı diğer fonlar kategorisinde gerçekleşmiştir. Hisse fonlarında bu dönemde net para girişi 45.2 milyon TL dir.

TKYD tarafından Rasyonet verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

OCAK-HAZİRAN 2011 (1.YARIYIL)

TABLO 1

FON TÜRLERİ	NET SATIŞLAR (TL)
Hisse	162.268.491,47
Bono	-701.815.331,79
Likit	-751.896.728,69
Dengeli	-280.642.870,77
Diğer	2.243.029.446,03
Fon Sepeti	1.589.706,65
TOPLAM	672.532.712,92

NİSAN-HAZİRAN 2011 (2.ÇEYREK)

TABLO 2

FON TÜRLERİ	NET SATIŞLAR (TL)
Hisse	45.154.311,70
Bono	-408.230.466,79
Likit	-423.277.335,24
Dengeli	-236.159.992,18
Diğer	1.087.722.783,78
Fon Sepeti	2.047.912,42
TOPLAM	67.257.213,69

Yeni Bir Rekor

Korumalı/Garantili fon piyasası ve dolayısıyla yatırım fonları içinde aldığı pay aynı hızla büyümeye devam ediyor. Son verilere baktığımızda %11'lik pazar payıyla likit fonlardan sonra en büyük orana ulaşılmıştır.

A Tipi fonların ve Likit fon hariç diğer fonların, 3 yıl gibi kısa bir sürede geçilmesiyle yeni bir zirve daha görülmüş oldu. Likit fonların ağırlığı %70'in altına düşerek hızla gerilemeye devam ediyor. Yeni kısa vadeli tahvil/bono fonlarının kurulmasıyla ve mevduat faizlerinde artışların devam etmesiyle birlikte, önümüzdeki dönemlerde %50'lere doğru bir düşüş trendi beklenebilir. Korumalı/garantili fonların hızla büyümeleri ve büyük itfalar sonrasında pazar paylarında bir miktar düşme görülebilir.

	%GDP	% FON PİYASA	05.07.2011
A Tipi	0.15%	5.00%	1,726,895,496
B Tipi	2.92%	95.00%	32,786,035,482
B Tipi-Likit	2.14%	69.80%	24,088,594,192
B Tipi-Bono	0.16%	5.35%	1,846,041,780
B Tipi-Değişken	0.19%	6.08%	2,099,396,029
B Tipi-Diğer	0.09%	2.78%	958,071,533
Korumalı/Garantili Piyasa Toplam	0.54%	-	6,087,198,254
Korumalı/Garantili	0.34%	10.99%	3,793,931,948
Korumalı/Garantili İtfa Olanlar	0.20%	-	2,293,266,306
Fon Piyasası Toplam	3.07%	100.00%	34,512,930,978
GDP: 702 Milyar USD			



YAŞAYAN EN BÜYÜK FONLAR

Fon Adı	Strateji	Büyüklik
Yapı Kredi 15. Alt Fon	BNP PARIBAS Oscillator	279,323,812
Garanti 19. Alt Fonu	S&P SPGSCI Platin ve Bakır	160,444,785
İNG 3. Alt Fonu	DOLAR / TL BANT	125,000,000
İş Bankası 27. Alt Fon	S&P 500 Enerji Endeksi	113,623,719
Garanti 18. Alt Fonu	JP Morgon JPMCCI Agriculture	94,724,020

	Toplam Fon Sayısı: 230	Yaşayan Fon Sayısı: 110	Piyasa Toplam (Yaşayan + İtfa)	Yaşayan	Yaşayan Fon Piyasa
Akbank	36	19	1,180,676,378	778,153,241	20.51%
Yapı Kredi	24	12	1,085,827,039	711,499,071	18.75%
HSBC	22	15	842,334,089	659,645,026	17.39%
Garanti Bankası	26	14	698,343,941	432,031,235	11.39%
TEB	25	10	657,485,418	366,991,610	9.67%
İş Bankası	40	15	743,253,279	310,960,011	8.20%
İNG	3	3	156,910,178	156,910,178	4.14%
Denizbank	8	4	156,640,628	117,980,879	3.11%
Finansbank	16	6	175,458,007	83,221,465	2.19%
Fortis	13	4	147,256,032	68,449,987	1.80%
TSKB	12	4	163,892,924	46,865,104	1.24%
Vakıfbank	2	2	27,822,507	27,822,507	0.73%
Halkbank	2	1	42,579,834	24,683,633	0.65%
Ziraat	1	1	8,718,000	8,718,000	0.23%
TOPLAM FON	230	110	6,087,198,254	3,793,931,948	100%

TSKB Portföy Yönetimi tarafından Kurumsal Yatırımcı için hazırlanmıştır.

KYD Fon Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	670.40	0.13	0.71	2.56	20.58
	29 Nisan 2011	689.70	0.34	0.03	5.76	2.88
	31 Mayıs 2011	651.49	-0.21	-0.89	-5.54	-2.82
	30 Haziran 2011	657.79	0.25	1.90	0.97	-1.88
B Tipi	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	1111.08	0.02	0.07	0.31	2.85
	29 Nisan 2011	1120.13	0.00	0.08	0.31	0.82
	31 Mayıs 2011	1123.19	0.01	0.07	0.27	1.09
	30 Haziran 2011	1126.58	0.01	0.06	0.30	1.40

KYD TL Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
30 GÜN	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	577.59	0.00	0.13	0.60	7.25
	29 Nisan 2011	590.41	0.04	0.17	0.62	2.22
	31 Mayıs 2011	594.09	0.02	0.15	0.62	2.86
	30 Haziran 2011	597.74	0.02	0.15	0.61	3.49
91 GÜN	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	771.03	0.03	0.11	0.69	7.82
	29 Nisan 2011	787.15	0.05	0.19	0.71	2.09
	31 Mayıs 2011	792.13	0.02	0.16	0.63	2.74
	30 Haziran 2011	797.02	0.03	0.14	0.62	3.37
182 GÜN	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	984.20	-0.03	0.15	0.82	8.34
	29 Nisan 2011	1003.01	0.04	0.18	0.79	1.91
	31 Mayıs 2011	1009.61	0.02	0.20	0.66	2.58
	30 Haziran 2011	1015.46	0.03	0.14	0.58	3.18
365 GÜN	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	978.14	-0.02	0.31	1.45	10.17
	29 Nisan 2011	989.46	0.04	0.16	1.13	1.16
	31 Mayıs 2011	993.88	0.02	0.15	0.45	1.61
	30 Haziran 2011	999.69	0.03	0.19	0.59	2.20
547 GÜN	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	224.36	0.02	0.46	1.66	12.01
	29 Nisan 2011	225.90	-0.02	0.08	1.31	0.69
	31 Mayıs 2011	226.36	-0.02	0.22	0.20	0.89
	30 Haziran 2011	227.55	0.03	0.25	0.53	1.42
TÜM	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	908.72	0.04	0.49	1.38	11.04
	29 Nisan 2011	916.72	0.01	0.11	1.11	0.88
	31 Mayıs 2011	919.67	-0.03	0.07	0.32	1.21
	30 Haziran 2011	924.78	-0.01	0.21	0.56	1.77
KYD Kısa (Yeni)	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	105.12	-0.01	0.16	0.81	0.00
	29 Nisan 2011	106.99	0.04	0.18	0.81	1.78
	31 Mayıs 2011	107.58	0.01	0.15	0.55	2.34
	30 Haziran 2011	108.21	0.03	0.16	0.59	2.94
KYD Orta (Yeni)	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	108.47	0.03	0.60	1.72	0.00
	29 Nisan 2011	108.94	0.02	0.09	1.26	0.43
	31 Mayıs 2011	109.21	-0.03	0.12	0.25	0.68
	30 Haziran 2011	109.82	0.01	0.29	0.56	1.25
KYD Uzun (Yeni)	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	113.69	0.31	1.62	2.70	0.00
	29 Nisan 2011	112.66	-0.11	-0.08	1.30	-0.91
	31 Mayıs 2011	112.37	-0.17	-0.42	-0.26	-1.16
	30 Haziran 2011	112.98	-0.16	0.00	0.54	-0.63

KYD FX DIBS Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	131.66	-0.10	-0.90	-0.82	0.27
	29 Nisan 2011	131.85	0.00	-0.04	-0.22	0.14
	31 Mayıs 2011	131.27	0.00	0.04	-0.44	-0.30
	30 Haziran 2011	131.52	0.00	0.00	0.19	-0.11
USD - TL	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	122.45	-0.65	-1.00	2.37	3.52
	29 Nisan 2011	120.77	0.33	0.27	-2.39	-1.37
	31 Mayıs 2011	125.93	-0.50	-0.45	4.27	2.84
	30 Haziran 2011	128.58	-0.89	-0.14	2.10	5.01
EUR	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	115.53	-0.10	-0.90	-0.94	0.25
	29 Nisan 2011	115.73	0.00	-0.04	-0.22	0.17
	31 Mayıs 2011	115.11	0.00	0.00	-0.54	-0.36
	30 Haziran 2011	115.30	0.00	0.00	0.17	-0.20
EUR - TL	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	119.65	0.19	0.80	4.49	-4.03
	29 Nisan 2011	131.21	0.52	2.28	2.92	9.66
	31 Mayıs 2011	132.61	0.33	1.83	1.07	10.83
	30 Haziran 2011	136.10	-0.40	1.56	2.63	13.75

KYD EUROBOND Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	249.72	0.04	0.15	-1.88	12.07
	29 Nisan 2011	252.44	0.01	0.94	2.56	1.09
	31 Mayıs 2011	254.32	0.35	0.89	0.74	1.84
	30 Haziran 2011	255.48	0.22	0.90	0.46	2.31
USD - TL	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	234.11	-0.51	0.04	1.30	15.79
	29 Nisan 2011	233.01	0.34	1.23	0.30	-0.47
	31 Mayıs 2011	245.83	-0.16	0.42	5.50	5.01
	30 Haziran 2011	251.61	-0.68	0.74	2.35	7.48
EUR	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	187.23	0.01	0.03	-0.19	5.99
	29 Nisan 2011	185.78	0.10	0.17	0.53	-0.77
	31 Mayıs 2011	186.48	-0.07	0.09	0.38	-0.40
	30 Haziran 2011	187.02	0.00	0.11	0.29	-0.11
EUR - TL	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	224.01	0.30	1.75	5.22	1.70
	29 Nisan 2011	243.40	0.63	2.50	3.68	8.66
	31 Mayıs 2011	248.03	0.26	1.89	1.90	10.72
	30 Haziran 2011	254.63	-0.41	1.66	2.66	13.67

KYD O/N REPO Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	307.19	0.01	0.10	0.45	5.63
	29 Nisan 2011	312.48	0.01	0.11	0.47	1.72
	31 Mayıs 2011	313.85	0.02	0.09	0.44	2.17
	30 Haziran 2011	315.30	0.02	0.09	0.46	2.64
BRÜT	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	400.80	0.02	0.12	0.52	6.89
	29 Nisan 2011	408.99	0.01	0.14	0.55	2.04
	31 Mayıs 2011	411.11	0.02	0.10	0.52	2.57
	30 Haziran 2011	413.31	0.02	0.11	0.54	3.12

KYD ÖST Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
SABİT	29 Nisan 2011	101.92	0.01	0.16	0.73	1.92
	31 Mayıs 2011	102.68	0.03	0.15	0.75	2.68
	30 Haziran 2011	103.34	0.02	0.15	0.64	3.34
DEĞİŞKEN	29 Nisan 2011	102.77	0.02	0.14	0.92	2.77
	31 Mayıs 2011	103.73	0.08	0.23	0.93	3.73
	30 Haziran 2011	104.70	0.05	0.25	0.94	4.70

KYD Tufex Endeksi						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TÜFE	29 Nisan 2011	99.70	0.20	0.46	0.93	-0.30
	31 Mayıs 2011	100.08	0.10	0.53	0.38	0.08
	30 Haziran 2011	101.16	0.03	0.07	1.08	1.16

KYD 1 Aylık Gösterge Mevduat Endeksi						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TL	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	105.20	0.02	0.16	0.69	0.00
	29 Nisan 2011	107.76	0.02	0.14	0.60	2.43
	31 Mayıs 2011	108.49	0.02	0.15	0.68	3.12
	30 Haziran 2011	109.18	0.02	0.15	0.64	3.78
USD	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	101.42	0.01	0.04	0.18	0.00
	29 Nisan 2011	102.19	0.01	0.05	0.20	0.76
	31 Mayıs 2011	102.42	0.01	0.05	0.23	0.99
	30 Haziran 2011	102.66	0.01	0.06	0.23	1.22
EUR	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	101.40	0.01	0.04	0.18	0.00
	29 Nisan 2011	102.17	0.01	0.05	0.20	0.76
	31 Mayıs 2011	102.39	0.01	0.05	0.22	0.98
	30 Haziran 2011	102.60	0.01	0.05	0.21	1.19

KYD Altın Fiyat Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
Ağırlıklı Ort.	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	70155.52	-0.57	1.99	4.81	32.70
	29 Nisan 2011	75013.26	0.54	2.06	5.37	6.92
	31 Mayıs 2011	78800.77	-0.46	0.69	5.05	12.32
	30 Haziran 2011	78842.64	-0.82	-2.26	0.05	12.38
Kapanış	31 Aralık 2009 - 31 Aralık 2010	70237.48	-0.16	1.92	5.13	33.25
	29 Nisan 2011	75450.06	1.01	2.72	6.15	7.42
	31 Mayıs 2011	78769.52	-0.50	0.34	4.40	12.15
	30 Haziran 2011	78543.03	-0.97	-1.49	-0.29	11.83

Yatırım Fonlarında İkinci Çeyrek

Genel Değişim

İ MKB 100 Endeksi 2011 yılının ikinci çeyreğinde nette %3,73, reel olarak da %5,46 oranında değer kaybetmiştir. FM A Tipi Endeksi, nette %0,79 oranında değer kazanırken, reel olarak %1,02 oranında değer kaybetmiştir. FM B Tipi Endeksi, nette %1,04, getiri elde ederken, reel olarak %0,78 oranında gerilemiştir.

	1 Nisan 2011	1 Temmuz 2011	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	1691.67	1705	0.79%	-1.02%
FM B Tipi	1613.12	1629.89	1.04%	-0.78%
İMKB 100	65,714.40	63,264.51	-3.73%	-5.46%

Fonlarda Büyüme

2 011 yılının ikinci çeyreğinde, A Tipi fonların portföy değeri %4 oranında, yatırımcı sayısı da %5,93 oranında artış göstermiştir. B Tipi fonların ise, yatırımcı sayıları %2,04 oranında artarken, portföy değerleri %2 oranında azalmıştır. Ayrıca fon türleri ve tiplerinin genel itibarıyla bağlı oldukları A Tipi ve B Tipi fon endekslerindeki değişimlerinden arındırdığımız, Fon Endekslerine Göre Değişim sütununda ise, A Tipi fonların %3,35 oranında arttığını, B Tipi fonların ise %3,36 oranında azaldığını görebiliyoruz. Tüm piyasanın da %2,97 oranında küçüldüğünü söyleyebiliriz.

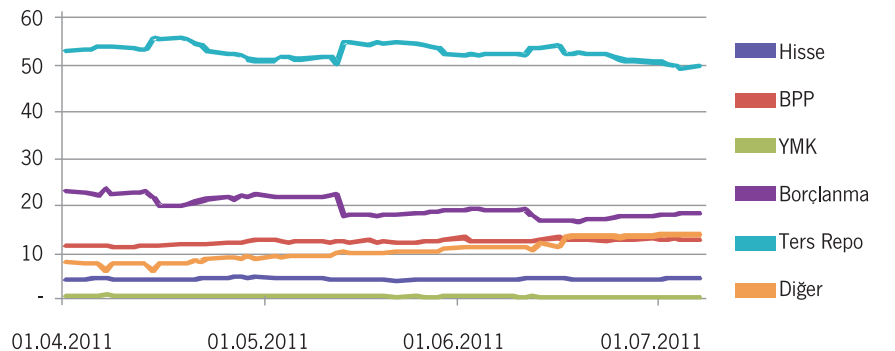
Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Fon Endekslerine göre Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
A Tipi	Değişken Fon	361.02	358.07	-1	15,979	15,232	-4.67	-1.60%	1.21	1.23
A Tipi	Endeks Fon	385.89	405.37	5	19,602	19,546	-0.28	4.25%	1.3	1.39
A Tipi	Fon Sepeti	5.05	5.26	4	39	44	12.82	3.23%	0.01	0.01
A Tipi	Hisse Fon	204.79	234.57	15	15,640	15,735	0.6	13.75%	0.69	0.8
A Tipi	İştirak Fon	269.04	271.35	1	6,231	6,346	1.84	0.07%	0.9	0.93
A Tipi	Karma Fon	378.55	396.36	5	197,477	213,240	7.98	3.91%	1.27	1.36
A Tipi	Sektör Fonu	0.34	0.3	-11	90	88	-2.22	-12.26%	0	0
A Tipi	Yab.Menk.Kıym.Fon	1.19	1.1	-8	443	422	-4.74	-8.68%	0	0
A Tipi Toplamı		1,605.87	1,672.37	4	255,501	270,653	5.93	3.35%	5.41	5.75
B Tipi	Değişken Fon	1,975.73	1,818.05	-8	168,825	160,540	-4.9	-9.02%	6.65	6.25
B Tipi	Endeks Fon	160.47	171.5	7	1	1	0	5.83%	0.54	0.58
B Tipi	Fon Sepeti	8.24	10.54	28	160	210	31.25	26.93%	0.02	0.03
B Tipi	Karma Fon	5.5	3.71	-32	699	571	-18.31	-33.51%	0.01	0.01
B Tipi	Kıymetli Maden Fonları	620.75	769.17	24	47,325	53,963	14.02	22.86%	2.09	2.64
B Tipi	Likit Fon	23,104.64	22,866.85	-1	2,812,286	2,885,551	2.6	-2.06%	77.86	78.61
B Tipi	Tahvil ve Bono Fonu	2,021.74	1,634.90	-19	83,324	75,884	-8.92	-20.17%	6.81	5.62
B Tipi	Yab.Menk.Kıym.Fon	170.68	141.5	-17	7,368	7,005	-4.92	-18.13%	0.57	0.48
B Tipi Toplamı		28,067.76	27,416.21	-2	3,119,988	3,183,725	2.04	-3.36%	94.59	94.25
Tüm Piyasa		29,673.63	29,088.58	-2	3,375,489	3,454,378	2.34	-2.97%	-	-

*Milyon TL (Karşılaştırmalar 1 Nisan 2011 - 1 Temmuz 2011 verileri ile)

*KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı - Yatırımcı Hesap Sayısı)

Portföylerin Varlık Dağılımları

2 011 yılının ikinci çeyreğinde, tüm yatırım fonlarının varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %53, Kamu Borçlanma %20, Hisse %4, BPP %12, Diğer %10 seviyelerinde seyretmektedir.



Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	01.07.2010	01.07.2011	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Fon Endekslerine Göre
A TİPİ	1,088	1,672	53.77%	44.75%	33.20%
B TİPİ	27,544	27,416	-0.47%	-6.31%	-3.58%
TOPLAM	28,632	29,089	1.59%	-4.37%	

Portföy değerlerini karşılaştırmak için üstteki tabloda da görebileceğiniz gibi, bir yıllık değişimlerini enflasyondan arındırdıktan sonra, buldukları endekste ki değişimlerinden de arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasında; A Tipi fonların %53,77 büyüdüğünü, B Tipi fonların ise %0,47 küçüldüğünü, tüm pazarın da %1,59 gibi bir oranda büyüdüğünü görmekteyiz.

Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	01.07.2010	01.07.2011	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
A TİPİ	1,476.94	1,705.00	15.44%	8.67%
B TİPİ	1,578.87	1,629.89	3.23%	-2.83%
IMKB	54,534.28	63,264.51	16.01%	9.20%

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloda, A Tipi Fon endeksleri reel olarak %8,67 oranında değer kazanırken, B Tipi endeksler, reel olarak %2,83 oranında değer kaybetmiştir. IMKB endeksine baktığımızda, %16,01, reel olarak %9,20 oranında değer artışı yaşanmıştır.

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 Değeri	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	361.02	22%	1%	358.07	21%	1%	-1%	15,979	6%	0%	15,232	6%	0%	-5%	11%	10%	-11%
A Tipi	Endeks Fon	385.89	24%	1%	405.37	24%	1%	5%	19,602	8%	1%	19,546	7%	1%	0%	6%	7%	7%
A Tipi	Fon Sepeti	5.05	0%	0%	5.26	0%	0%	4%	39	0%	0%	44	0%	0%	13%	7%	7%	3%
A Tipi	Hisse Fon	204.79	13%	1%	234.57	14%	1%	15%	15,640	6%	0%	15,735	6%	0%	1%	10%	12%	15%
A Tipi	İştirak Fon	269.04	17%	1%	271.35	16%	1%	1%	6,231	2%	0%	6,346	2%	0%	2%	43%	55%	27%
A Tipi	Karma Fon	378.55	24%	1%	396.36	24%	1%	5%	197,477	77%	6%	213,240	79%	6%	8%	15%	15%	1%
A Tipi	Sektör Fonu	0.34	0%	0%	0.3	0%	0%	-11%	90	0%	0%	88	0%	0%	-2%	6%	5%	-11%
A Tipi	Yab.Menk.Kıy.	1.19	0%	0%	1.1	0%	0%	-8%	443	0%	0%	422	0%	0%	-5%	6%	5%	-12%
Tüm A Tipleri		1,606	-	5%	1,672	-	6%	4%	255,501	-	8%	270,653	-	8%	6%	8.66%	8.91%	3%
B Tipi	Değişken Fon	1,975.73	7%	7%	1,818.05	7%	6%	-8%	168,825	5%	5%	160,540	5%	5%	-5%	16%	16%	1%
B Tipi	Endeks Fon	160.47	1%	1%	171.5	1%	1%	7%	1	0%	0%	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%
B Tipi	Fon Sepeti	8.24	0%	0%	10.54	0%	0%	28%	160	0%	0%	210	0%	0%	31%	1%	1%	-30%
B Tipi	Karma Fon	5.5	0%	0%	3.71	0%	0%	-32%	699	0%	0%	571	0%	0%	-18%	57%	38%	-33%
B Tipi	Kıy.MadenFon.	620.75	2%	2%	769.17	3%	3%	24%	47,325	2%	1%	53,963	2%	2%	14%	16%	19%	14%
B Tipi	Likit Fon	23,104.64	82%	78%	22,866.85	83%	79%	-1%	2,812,286	90%	83%	2,885,551	91%	84%	3%	8%	9%	2%
B Tipi	Tahvil ve Bono	2,021.74	7%	7%	1,634.90	6%	6%	-19%	83,324	3%	2%	75,884	2%	2%	-9%	14%	10%	-29%
B Tipi	Yab.Menk.Kıy.	170.68	1%	1%	141.5	1%	0%	-17%	7,368	0%	0%	7,005	0%	0%	-5%	21%	17%	-17%
Tüm B Tipleri		28,067.76	-	95%	27,416.21	-	94%	-2%	3,119,988	-	92%	3,183,725	-	92%	2%	11%	10%	-3%
Tüm Piyasa		29,673.63	-	-	29,088.58	-	-	-2%	3,375,489	-	-	3,454,378	-	-	2%	10%	10%	-3%

*Milyon TL (Karşılaştırmalar 1 Nisan 2011 - 1 Temmuz 2011 verileri ile)
*KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı - Yatırımcı Hesap Sayısı)
Doluluk Oranı (Doluluktaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi)

2011 yılının ikinci çeyreğinde fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda, A Tipi fonların portföy değerleri %4 artarken, hisse fonların portföy değerinde %15 artış dikkati çekmektedir. B Tipi Fonların portföy değerleri %2 oranında azalmıştır. Burada da karma fonların portföy değerinin yüzde 32 azalış gösterdiği gözlenmektedir. Tüm piyasaya baktığımızda %2 oranında küçülme yaşanmış-

tır. A Tipi fonların yatırımcı sayıları %6 artarken, B Tipi fonların yatırımcı sayısı da %2 oranında artış göstermiştir. B Tipi Fonlar tüm piyasanın %92'lik bir kısmını oluştururken, A Tipi fonlar %8'ini oluşturmaktadır. A Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları %3 oranında artarken, B Tipi yatırım fonlarının doluluk oranı, %3 oranında azalmıştır. Likit fonlar, B Tipi fonların %91'ini, tüm piyasanın ise %84'ünü oluşturmaktadır.

Fon Endeksleri ve Değişimler

2011 yılının ikinci çeyreği itibari ile, son bir yıldaki fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda, son bir yılda tüm endekslerin pozitif getiri elde ettiğini görebiliyoruz.

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

Endeks	Fon Sayısı	01.07.2010 Değeri	01.07.2011 Değeri	%Değişim	Rel artış Tüfe'ye göre
A Tipi Fonlar Endeksi	50	1,476.94	1,705.00	15.44	14.48
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1,578.87	1,629.89	3.23	2.98
Likit Fon Endeksi	15	1,546.37	1,586.95	2.62	2.41
Endeks Fon Endeksi	10	469.63	513.56	9.35	8.75
Hisse Fon Endeksi	10	1,144.43	1,291.28	12.83	12.02
Karma Fon Endeksi	15	1,808.38	1,961.87	8.49	7.93
İştirak Fon Endeksi	2	1,560.21	2,148.70	37.72	35.45
Sektör Fonu Endeksi	1	1,227.27	1,448.56	18.03	16.91
Yab.Menk.Kıym.FonEndeksi	7	348.36	419.88	20.53	19.27
Değişken Fon Endeksi	25	1,751.74	1,853.73	5.82	5.42
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1,847.45	1,941.65	5.1	4.74
FM 30 Endeksi	30	1,464.67	1,516.44	3.53	3.27
FM 50 Endeksi	50	1,451.61	1,506.22	3.76	3.48
Fon Sepeti Endeksi	4	151.24	177.85	17.6	16.51

FonMarket.com cebinizde.



iPhone ve iPod Touch üzerinden FonMarket.com'u Türkçe, İngilizce, Fransızca ve Rusça takip edebilirsiniz.

>> bu özel versiyon için iPhone'unuzdan www.fonmarket.com'a girin

Emeklilik Fonlarında İkinci 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	1,817.35	2,104.90	15.82%	48,617	60,841	25.14%	-9.32%	14.49	15.73
Diğer Fonlar	2,479.49	2,723.05	9.82%	76,018	86,145	13.32%	-3.50%	19.77	20.35
Gelir Amaçlı Fonlar	7,091.99	7,385.10	4.13%	241,370	250,827	3.92%	0.21%	56.56	55.19
Para Piyasası Fonları	1,149.82	1,166.08	1.41%	45,048	45,195	0.33%	1.09%	9.17	8.71
Tüm Piyasa	12,538.64	13,379.11	6.70%	411,054	443,008	7.77%	-1.07%	-	-

*Milyon TL (Karşılaştırmalar 1 Nisan 2011 - 1 Temmuz 2011 verileri ile)

E Emeklilik fonlarının 2011 yılı ikinci çeyreğinde, portföy değerlerinin %6,70 oranında artışının yanı sıra, pay sayıları da %7,77 oranda artmıştır.

Yılın ikinci çeyreğinde emeklilik fonları piyasasındaki tüm fon türlerinin, portföy değerlerinde artış yaşanmıştır.

Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

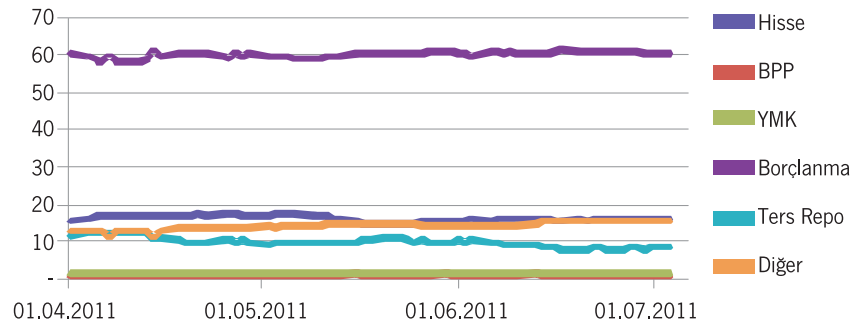
Fon Türleri	01.07.2010	01.07.2011	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	1,127.23	2,104.90	86.73%	75.77%
Diğer Fonlar	1,782.52	2,723.05	52.76%	43.80%
Gelir Amaçlı Fonlar	6,235.54	7,385.10	18.44%	11.48%
Para Piyasası Fonları	1,189.60	1,166.08	-1.98%	-7.73%
TOPLAM	10,334.89	13,379.11	29.46%	21.86%

P portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz. Bir yıllık sürede emeklilik fon piyasasının, %29,46 büyüdüğünü, bu büyümeden enflasyonu çıkarttığımızda, emeklilik fonlarının net olarak %21,86 oranında büyüdüğünü söyleyebiliriz.

Emeklilik fonları piyasasında, para piyasası fonları hariç, tüm türler pozitif oranda değişim göstermiştir.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2 011 yılının ikinci çeyreğinde tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %60, Repo %10, Hisse %16, Diğer %14 seviyelerinde seyretmektedir.



In these pages, you can find the summary of some articles published in our Magazine

Turkey's Capital Markets Are Being Reshaped!

By Attila Köksal, Chairman, the Association of Capital Market Intermediary Institutions of Turkey



"... Now we are living in a Turkey where the weight of public borrowing need on the markets is reduced, the companies record strong growth rates, the banking system is sound, the inflation as well as real and nominal interest rates hover at historic low levels, there is a political stability and the interest of foreign investors is at highest levels. All conditions are in place for the Turkish Capital Markets to begin a new medium-term drive. It is not an acceptable situation to have only several hundred thousand equity investors and around 400 public companies as well as the lack of company borrowings from the capital markets and an advanced wealth management industry in a country like Turkey which has a 1 trillion lira gross national product. In order to change this situation and to take the Turkish Capital Markets to the level it deserves, we, all stakeholders within the sector, must work together hand in hand with all our strength..."

8

Industry of Collective Investment Instruments Gathered in TKYD Meeting – June 2-3, Çeşme

The fifth of Turkish Institutional Investment Managers' Association (TKYD)'s Industrial Meeting on Collective Investment Instruments was held in Çeşme, a summer resort in western Turkey, this year with the participation of representatives from Capital Markets Board (CMB), General Directorate of Income Policies of Finance Ministry, Foundations Authority, The Treasury, Central Bank of Republic of Turkey (CBRT), Banking Regulation and Supervision Agency (BRSA), the Association of Capital Market Intermediary Institutions of Turkey (TSPAKB), Istanbul Stock Exchange (ISE), Istanbul Gold Exchange (IGE), Turkish Derivatives Exchange (TDE), ISE Settlement and Custody Bank, Central Registration Agency (CRA) and Pension Monitoring Center as well as regulatory bodies, public institutions, stock exchange and industry.

The expectations of the industry were relayed and the public authorities expressed their views on these issues during the meeting in which 60 people attended. The meeting was held under four major topics, namely Legislation, Tax, Distribution Channels and Insurance/Pension Funds / Foundations.

The Chairman of CMB Prof. Vedat

Akgiray said in his speech at the meeting a central structure is needed for the capital markets in Turkey to expand. He told the industrial representatives that TSPAKB and TKYD should begin joint studies on the formation of a comprehensive "Capital Markets Union" which will speak on behalf of the capital markets and will overtake the missions of all capital markets institutions.

At the meeting, the most important expectations that will contribute to the development of Collective Investment Instruments Industry are listed as tax equality among investment tools, legal regulations allowing the portfolio management companies to establish their own funds, giving priority to the new Capital Markets Law, enacting the new fund categorization and the development of the Electronic Fund Distribution Platform.

TKYD
Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği

12

IPO Mobilization

By Kudret Vurgun, ISE Listing Director, and Eralp Polat, ISE International Relations Director



“... We have launched “IPO Mobilization” with the signing of Cooperation Protocol between Istanbul Stock Exchange (ISE), Capital Markets Board (CMB), The Union of Chambers and Commodity Exchanges of Turkey (TOBB) and The Association of Capital Market Intermediary Institutions of Turkey (TSPAKB) on August 7, 2008 in order to ensure that the companies are given more access to the benefits of the capital markets, that they can reach to the resources required to grow and that family companies are provided sustainability by going public.

Our initial goal is to introduce companies named in Turkey's largest 1,000 enterprises list to the capital markets to bring the number of publicly traded companies to over 1,000 by 2023, when we celebrate the 100th anniversary of our Republic, from its existing level of 356. When we look at the average initial public offering figures before the recent economic crises, we think that 50 companies on average can go public each year as long as the stable environment in economy remains intact and thus we can reach this goal...”

18

Price Setting Methods in IPOs

By Dr. Buğra Baban, Corporate Finance Group Director, Oyak Securities

“The initial public offering process is a crucial period for all parties taking part in the IPO. IPO is an important milestone for the company going public. Buying shares at the IPO can create important opportunities for the investors. On the other hand, the leader investment bank of this prestigious transaction must design the main building stones correctly by taking the expectations and needs of investors as well as the company into consideration. Correct IPO price, maybe the most important building stone in the process, plays a crucial role in the success of the transaction. Since the public offering price sets the reference price that the company's stocks will be traded at the ISE, it also directly affect the company's price performance at the exchange as well as the future capital markets transactions that the company will make or planning to make. Above all, in case a wrong price is set, then the worst case scenario will be the cancellation or the delay of the IPO and this also proves the importance of correctly setting the public offering price...”



22

How Do the Corporate Investors Pick Stocks?

By Gökhan Bilen, Department Head of A Type and Composite Funds, Yapı Kredi Portfolio Management

“...The Corporate Investors are selective at the IPO transactions and they prefer to add some stocks to their portfolio, while they do not show any interest to others. The investors make such decisions based on a series of criteria such as the industry that the company operates, the company's financial situation, the partnerships of the company, if any, or related companies. At the initial public offerings they initially look at the growth potential of the company's sector as well as the company's advantages over its rivals and the pricing policies when they select the stocks they are planning to invest in...”

24



TKYD Sentiment Survey for Q3 2011 “Fund Managers Eye Current Account Deficit Data”

Economic expectations for the third quarter of the fund managers differentiate as they set to monitor the current account deficit data, according to the “TKYD Fund Managers’ Quarterly Sentiment Survey” held by Kurumsal Yatirimci magazine. Deposits is heightened as the favorite investment instrument in the third quarter and is followed by equities.

The economic expectations began to differentiate with the third quarter, showed the Survey involving the views of the members of Turkish Institutional Investment Managers’ Association (TKYD), an organization representing almost 90 percent of the collective investment instruments. 39 percent of the 28 fund managers, attended the survey, said the economic situation will worsen slightly, while 36 percent expects that the current trends will continue.

25

How I learned to stop worrying about the current account deficit and live with it?

Article by Haluk Bürümcekçi – Chief Economist, EFG Istanbul Securities

The fact that the 12-month current account deficit reached 64 billion dollars as of end of April and that its ratio to GDP hit 8 percent makes you think that we could see higher rates if this trend continues. However, one should not forget that the current account deficit is badly affected from high growth aside from high oil prices... It is already obvious that to control the fast expansion trend in the current account deficit, the conditions for the regression of the economic growth to more reasonable levels, something we could call as the “soft landing” are required. I think that the precautions taken by the Central Bank and other institutions until now are executed within the scope of this perspective. Turkey has this level of current account deficit for the first time in its history...I am one of those who think the causality between the current account deficit and financing initiates from financing side... The conditions of foreign financing determines how much we can expand the current account deficit, i.e. to what level we can raise the growth rate. The current account deficit is in some way the speed limit of growth...Solutions to decrease the current account deficit, which is mainly structural for Turkey, in medium-long term need to be sought in other areas (outside the foreign exchange and monetary policy). The fastest result is to decrease the dependence on intermediate goods imports.

28

Article by Şant Manukyan - Global Strategist, İş Investment –

Do we have a “Euro crisis instigated by Greece” in front of us? Or a “Greek crisis instigated by the Euro”? The former could have been picked if the only problem for the Euro zone was Greece...While there is a common culture, labor and goods mobility, a single central bank and financial authority in regions like the US and Australia, while each country has its own central bank, minister of finance a different culture and limited mobility in the Euro zone. Therefore the real-estate boom was not prevented in countries like Ireland and Spain which needed to raise rates in 2005 while it is not possible to talk about neither a real-estate boom or unemployment rates compared to other countries in Germany. To sum up, it is not Greece that brought the Euro to this stage but it is the poorly designed Euro that drags the periphery countries to bankruptcy. ...Greece will liquify its debt within its growing economy once it rolls it over through “bridge loans” for a while. But the truth is the loans extended to Greece at the moment are used for the austerity measures to make it shrink rather than enable it to grow...

...1-This crisis results from the structure of the Euro zone and even it is solved tomorrow, it will resurrect the next day. 2- Serious regulation in the Euro zone is inevitable. 3- Everybody knows that Greece is going to default but the critical point is when. 4- A default in the short term could cause a major crisis that would pull Spain in. Greece is the tree, but Spain is the forest. 5- European banks are directly, US banks are indirectly exposed to Greek and other problematic country risks through the CDS and the sovereign bonds.

40