

## Değerli okurlar,

Sıcak yaz günleri sona eriyor ancak yeni mevzuat ile çalışma alanı ve kuralları büyük ölçüde değişikliğe uğrayan Portföy Yönetimi Sektörü'nde hararetli günler devam edecek görünüyor. Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) olarak yaz döneminde düzenlediğimiz basın toplantısında, sektörümüzün geldiği son noktayı paylaştık; ekonomiye katkısını bir kez daha ortaya koymaya çalıştık.

Yaklaşık yedi milyon müşterisi olan Portföy Yönetimi Sektörü, bu yönüyle toplumda ciddi bir kesimin hayatına dokunmaktadır. Portföy Yönetimi sektörünün gelişmişlik düzeyi ile, finans merkezi olma potansiyeli arasında da yakın bir ilişki bulunuyor. Özellikle bireysel emeklilik sistemindeki büyüme, sektörün itici gücü konumundadır ve ülkemizde oldukça düşük seviyelerde bulunan tasarruf oranlarının artırılmasında kilit rol üstlenecektir. Emeklilik fonları varlıklarının belirli büyüklüklere ulaşması ve ürünlerin çeşitlenmesi, piyasalar konusunda uzmanlık sahibi Portföy Yönetimi Sektörü'nü ön plana çıkarmaktadır.

Toplantıda emeklilik fonlarının gelişimini, dönemsel getirilerini irdeleyen bir çalışmayı da basınla paylaştık. TKYD olarak bu çalışmayı altı aylık dönemlerle güncelleyeceğiz ve bu sayede tasarruf trendlerini ortaya koymuş olacağız.

Kurumsal Yatırımcı dergimizin yeni sayısında ise, sektörümüzün içinden geçmekte olduğu yenilenme sürecine ilişkin detaylara düzenleyici kurumların izlenimleriyle yer veriyoruz. Ayrıca, yeni düzenlemeler sonrası portföy saklama hizmetini, bu hizmeti veren kurumlar aktarıyor.

Son yıllarda sayıları hızlı artan serbest fonlara ilişkin bir analiz, yatırım fonları derecelendirmesinde dünyadan ve bizden çalışmalara yer veren bir derleme dergide yer alan ilginizi çekecek bölümlerden sadece bir kaç...

Yabancı konduğumuz Almanya ile samimi bir soru-cevap çalışmasına yer verdik. Devamlı bölümlerimiz Fon Yönetimi, Fon Dünyasından haberler, Yatırımcı Kitaplığı, Dönemsel Sektör Analizi, Sektör Verileri yanı sıra 'melek yatırımcı' konusunun ele alındığı Serbest Kürsü ile yine güncel konular sayfalarımızda yer buluyor.

Keyifli okumalar diliyorum...

Saygılarımla,  
**Dr. Alp Keler**  
*TKYD Başkanı*



“Emeklilik fonları varlıklarının belirli büyüklüklere ulaşması ve ürünlerin çeşitlenmesi, piyasalar konusunda uzmanlık sahibi Portföy Yönetimi Sektörü'nü ön plana çıkarmaktadır.”

# içindekiler



## 4 SEKTÖRDEN HABERLER

### 10 TKYD ANKET

FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 4.Çeyrek/2014

### 12 TKYD'DEN

TKYD Sermaye Piyasalarında Değişime Liderlik Ediyor

### 14 KAPAK

Portföy Yönetim Şirketleri ile Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Geçiş Süreçleri  
Tevfik Kınık / Başkan Yardımcısı / Sermaye Piyasası Kurulu

### 18 FON PLATFORMU

TÜRKİYE ELEKTRONİK FON DAĞITIM PLATFORMU 2015 YILI İTİBARIYLA  
YENİ YAPISI İLE HİZMET SUNMAYA BAŞLIYOR  
Murat ULUS / Genel Müdür / Takasbank A.Ş.

### 20 RAPOR / FITCH RATINGS

Türk Varlık Yönetimi Sektöründe Zorluklar ve Fırsatlar  
Alastair Sewell, CFA Kıdemli Direktör, Avrupa, Ortadoğu,  
Afrika ve Asya Pasifik Bölgesi Fon ve Varlık Yönetimi Şefi / Fitch Ratings

### 24 PORTFÖY SAKLAMA HİZMETİ

Portföy Saklama Hizmeti Avrupa Birliği ve Türkiye Uygulamaları  
Özgür Temel / Bölüm Müdürü, Sermaye Piyasaları Bölümü / T. İş Bankası A.Ş.

### 27 Yeni düzenleme sonrası ilk yetki alan

aracı kurum Finansinvest oldu  
Mansur Çelepkolu / Operasyon ve Mali İşler Genel Müdür Yardımcısı / Finansinvest

### 28 FON YÖNETİMİ

Smart Beta ve Yapı Kredi A Tipi Koç Şirketleri İştirak Fonu  
Mehmet Özgür Karabağ / Dağıtım Kanalları Satış Koordinasyon Yönetmeni  
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

### 30 Türkiye İş Bankası B-Tipi Global Borsalar Yabancı Menkul Kıymet Fonu (TMG)

Caner Özhan / Alternatif Yatırım Ürünleri Bölümü Portföy Yöneticisi  
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

### 32 ANALİZ

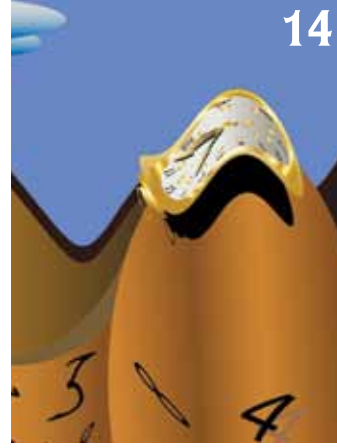
Değişen Dünya: Son Elli Yılın Özeti  
M. Ayhan Köse / Direktör, Dünya Bankası  
Ezgi Ö. Öztürk / Araştırma Görevlisi, Uluslararası Para Fonu

### 36 PORTFÖY YÖNETİCİSİ GÖZÜYLE

Cari Açık Düşmeden Faiz ve Enflasyon Kalıcı Olarak Düşmez  
Mehmet Gerz / Genel Müdür, CIO / Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

### 38 SEKTÖR ANALİZİ

Serbest Fonlar Şeffaflığın ve Yatırım Stratejisinin Önemi  
Ödül Çengel / Yönetim Kurulu Başkanı / Odifin Stratejik Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.



## EKİM - KASIM - ARALIK 2014

### 41 EKONOMİST PARASAL GENİŞLEME VE KIRILGAN BEŞLİ

Yrd. Doç. Dr. Mehmet Gökhan Gökten  
Okan Üniversitesi Finansal Riskleri Araştırma ve Uygulama Merkezi - OKFRAM

### 44 ARAŞTIRMA

Yatırım Fonu Derecelendirme Yöntemlerinin Karşılaştırılması  
ve Türkiye Uygulamaları

Doç. Dr. Mehmet HORASANLI / Kontrol ve Takip Müdürü / İş Portföy Yönetimi A.Ş.

### 47 GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR

Gelişmekte olan Ülkeler ve Aktif Risk Yönetimi

Gökhan Kula, CFA Yönetici Ortak, Fon Yöneticisi / MYRA Capital

### 50 VIOP

Kurumsal Yatırımcılar Opsiyon Piyasası'na Ne Zaman İlgilenecek?

Albert Krespin / Genel Müdür / Deutsche Securities Istanbul

### 54 YABANCI KONUK

ALMAN EKONOMİK MUCİZESİ FON SEKTÖRÜNDE DE KENDİNİ GÖSTERDİ

Thomas Richter / Director General / BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.  
German Association of Investment and Asset Management Companies

### 57 PİYŞ TANITIM

AZ Global Portföy Yönetimi A.Ş. Barış Hocaoğlu / Genel Müdür / AZ Global Portföy Yönetimi A.Ş.

### 58 FON DÜNYASI

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

### 64 EĞİTİM

Lisanslama ve Sicil Sistemindeki Yenilikler  
Serkan Karabacak / Genel Müdür Vekili ve Yönetim Kurulu Üyesi,  
Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu

### 66 SERBEST KÜRSÜ

Meleşim olur musun?...Tayfun Oral

### 68 YATIRIMCI KİTAPLIĞI

Derleyen: Levent Gürses

### 70 EFAMA

Avrupa ve Dünya Yatırım Fonları

### 74 Türkiye Yatırım Fonları Piyasası

Yatırım Fonları Pazarı Para Piyasası Fonları ve Öst Fonlarıyla Büyüdü

Ceren Angılı / Yönetici, Dağıtım Kanalları Satış Koordinasyon Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

### 76 Yatırım Fonları Sektöründe Net Satışlar

### 76 KYD ENDEKSLERİ

### 78 SEKTÖR VERİLERİ

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği  
adına İmtiyaz Sahibi H. Halim Çun

#### Sorumlu Müdür

Dr. Murat Ögel

#### Editör

Güzin Övünç  
guzinovunc@tkyd.org.tr

#### Yayın Kurulu

Halim Çun  
Aytaç Aydoğan  
Didem Çankaya Ural  
Mehmet Ali Ersarı  
Mehmet Gerz  
Doç. Dr. Mehmet Horasanlı  
Murat Ergin  
Özgür Çatı  
Serkan Karabacak  
Tankut Taner Çelik

#### Danışma Kurulu

Dr. Alp Keler  
Alim Telci  
Bengi Subaşı  
Didem Gordon  
Emir Alpay  
Fatih Arabacıoğlu  
Gür Çağdaş  
Dr. Gürman Tefvik  
Hakan Eryılmaz  
Hasan Güzelöz  
Hüseyin Ergin  
Mehmet Akyol  
Namık Aksel  
Özgür Güneri  
Tevfik Eraslan  
Tolga Ataman

#### Reklam Müdürü

Selin Sözer Kayar  
selinkayar@kyd.com.tr

#### Yayın Türü

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

#### Yönetim Adresi

KYD Bilgi Yönetimi ve İletişim A.Ş.

İş Kuleleri Kule:2 Kat:8,  
34330 4. Levent - İstanbul - Türkiye  
Tel: +90 212 279 03 99 Fax: +90 212 279 07 44  
www.kyd.com.tr

#### İTALİK Ajans Yayıncılık Reklam ve Matbaa

Grafik Tasarım ve Baskıya Hazır  
Derya Bozkurt

#### Baskı

VERİTAS BASKI MERKEZİ  
Tel: 0212 294 50 20

TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi, TKYD tarafından yatırımcılara bilgi-  
lendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu dergide yer alan her türlü haber,  
bilgi ve yorumlar; güvenilir olduğu inanan 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.

## YATIRIM FONLARI

- ▶ Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.'nin "Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş. Esnek Emeklilik Yatırım Fonu" ve "Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş. Esnek Fon Sepeti Emeklilik Yatırım Fonu" kuruluşuna izin verildi.
- ▶ Kurucu ve unvan bilgilerine aşağıda yer verilen emeklilik yatırım fonlarının dönüşüm başvuruları kabul edildi.

Kurucu	Mevcut Ünvan	Yeni Ünvan
1. Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş.	Para Piyasası Emanet Likit Karma Emeklilik Yatırım Fonu	Para Piyasası Emanet Likit Esnek Emeklilik Yatırım Fonu
2. Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş.	Para Piyasası Likit Kamu Emeklilik Yatırım Fonu	Para Piyasası Likit Esnek Emeklilik Yatırım Fonu
3. Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş.	Uluslararası Teknoloji Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu	İkinci Esnek Emeklilik Yatırım Fonu

- ▶ T. İş Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu fonların unvanlarının aşağıdaki şekilde değiştirilmesi talebi olumlu karşılandı.

Mevcut Fon Unvanı	Değişiklik Sonrası Fon Unvanı
T. İş Bankası A.Ş. A Tipi Karma Kumbara Fonu	T. İş Bankası A.Ş. Kumbara Hesabı A Tipi Karma Özel Fonu
T. İş Bankası A.Ş. A Tipi Privia Değişken Fon (Hisse Senedi Yoğun Fon)	T. İş Bankası A.Ş. Privia A Tipi Değişken Özel Fon (Hisse Senedi Yoğun Fon)
T. İş Bankası A.Ş. B Tipi Privia Değişken Yatırım Fonu	T. İş Bankası A.Ş. Privia B Tipi Değişken Özel Fon
T. İş Bankası A.Ş. B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu	T. İş Bankası A.Ş. Tema Gönüllüleri B Tipi Değişken Özel Fonu
T. İş Bankası A.Ş.'nin İş Portföy A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı Hisse Senedi Alt Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) (Birinci Alt Fon)	T. İş Bankası A.Ş. İş Portföy A Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı Portföy Yönetimi Hisse Senedi Özel Alt Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) (Birinci Alt Fon)
T. İş Bankası A.Ş.'nin İş Portföy B Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı Özel Portföy Yönetimi Değişken Alt Fonu	T. İş Bankası A.Ş. İş Portföy B Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı Portföy Yönetimi Değişken Özel Alt Fonu
T. İş Bankası A.Ş.'nin İş Portföy B Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı Tahvil Ve Bono (Eurobond) Alt Fonu (İkinci Alt Fon)	T. İş Bankası A.Ş. İş Portföy B Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı Portföy Yönetimi Tahvil ve Bono (Eurobond) Özel Alt Fonu (İkinci Alt Fon)
T. İş Bankası A.Ş.'nin İş Portföy B Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı Temettü Ödeyen Değişken Alt Fon (Üçüncü Alt Fon)	T. İş Bankası A.Ş. İş Portföy B Tipi Şemsiye Fonuna Bağlı Portföy Yönetimi Temettü Ödeyen Değişken Özel Alt Fonu (Üçüncü Alt Fon)

## PYŞ FAALİYET, SERMAYE ARTIŞLARI, YETKİ BELGELERİ

- ▶ **Denizbank A.Ş.'nin** (Banka), Lüksemburg'da kurulu "Franklin Templeton Investment Funds" unvanlı fonun Citibank A.Ş. tarafından yürütülmekte olan Türkiye'deki temsilciliğinin Banka tarafından yerine getirilmesine izin verilmesi talebi kabul edildi.

- ▶ **Hedef Portföy Yönetimi A.Ş.'nin** dolaylı ortağı Hedef Finansal Hizmetler A.Ş.'nin (Şirket) sermayesinde Namık Kemal Gökalp'in sahibi olduğu payların Şirket'in mevcut ortaklarından Sibel Gökalp'e devredilmesi onaylandı.

- ▶ **Oyak Portföy Yönetimi A.Ş.'nin**, sermayesinin 1.250.000 TL'den 4.250.000 TL'ye artırılması ve kayıtlı sermaye sistemine geçerek kayıtlı sermaye tavanının 10.000.000 TL olarak belirlenmesi talebi kabul gördü.

- ▶ **Finans Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin** tasfiye edilmesine izin verilmesi talebine ilişkin olarak;

a) Tasfiyeye ilişkin kararın onaylanacağı genel kurul toplantısında 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (6362 sayılı SPKn) 29 uncu maddesi ile II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin (Ayrılma Hakkı Tebliği) 7 nci maddesinin birinci fıkrasında yer alan nisapların sağlanarak kabul edilmesi ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirketlerin sona erme ve tasfiyesini düzenleyen 529 ila 548 inci maddelerinde yer

verilen düzenlemelere uyulması koşullarıyla tasfiye talebinin olumlu karşılanmasına,

b) Tasfiyeye ilişkin kararın onaylanacağı genel kurul toplantısına katılıp olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen tüm pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınmasına,

c) 6362 sayılı SPKn'nun 24 üncü maddesinin ilk fıkrası hükmü ile Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 10 uncu maddesi uyarınca, önemli nitelikteki işlem olan tasfiye kararı sonucunda paylarını ayrılma hakkı kapsamında Şirket'e satacak ortaklara tanınacak ayrılma hakkı kullanım fiyatının 21.05.2014 tarihi dahil olmak üzere söz konusu kararın açıklanmasından önceki otuz günlük dönem içinde Şirket paylarının Borsa'da oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının aritmetik ortalaması alınmak suretiyle hesaplanan 1,0137 TL olarak belirlenmesine karar verildi.

► **Sardes Portföy Yönetimi A.Ş.'nin** portföy yöneticiliği yetki belgesi ve faaliyet izninin kendi talebi üzerine iptal edilmesine karar verildi.

► Başlangıç sermayesi 3.000.000 TL olan **Troya Portföy Yönetimi A.Ş.** unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşuna izin verildi.

► **Arma Portföy Yönetimi A.Ş.'nin**, sermayesinin 750.000 TL'den, 700.000 TL azaltılmak ve eşanlı olarak 1.255.000 TL artırılmak suretiyle 1.305.000 TL'ye çıkarılması, kayıtlı sermaye sistemine geçerek kayıtlı sermaye tavanının 3.000.000 TL olarak belirlenmesi ve Şirket unvanının Magna Capital Portföy Yönetimi A.Ş. olarak değiştirilmesine, **Burgan Portföy Yönetimi A.Ş.'nin**, sermayesinin 5.000.000 TL'den 8.000.000 TL'ye

artırılması ve kayıtlı sermaye sistemine geçerek kayıtlı sermaye tavanının 10.000.000 TL olarak belirlenmesine, **Notus Portföy Yönetimi A.Ş.'nin** sermayesinin 1.500.000 TL'den 3.000.000 TL'ye artırılması, kayıtlı sermaye sistemine geçerek kayıtlı sermaye tavanının 5.000.000 TL olarak belirlenmesi ve unvanının "AZ Notus Portföy Yönetimi A.Ş." olarak değiştirilmesini de içeren esas sözleşmelerinin muhtelif maddelerinde değişiklik yapılmasına izin verildi.

► Başlangıç sermayesi 1.000.000 TL olan **Black River Portföy Yönetimi A.Ş.** ünvanlı, ve 2.000.000 TL başlangıç sermayeli **Gözde Portföy Yönetimi A.Ş.** ünvanlı portföy yönetim şirketlerinin kuruluşuna izin verildi.

## MEVZUAT

Sermaye Piyasası Kurulu'nun internet sitesinde yayınlanan III-48.5 sayılı "**Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı**" (Tebliğ Taslağı) ile sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarına ilave olarak değişken sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarına (DSYO) ilişkin usul ve esaslar belirleniyor. DSYO'lar, açık uçlu bir sermaye yapısına sahip olması, paylarının itibari değerinin bulunmaması ve paylarının alım satımının sadece ortaklık tarafından ihraç ve ortaklığa iade şeklinde yapılması nedenleriyle yatırım fonlarına benzetilmekte, anonim ortaklık şeklinde kurulması, tüzel kişiliği haiz olması ve kendi portföyünü yönetebilmesi nedenleriyle de menkul kıymet yatırım ortaklıklarına benzetilmektedir.

## KURUMLARDAN HABERLER

**Boğaziçi Üniversitesi Finansal Düzenleme ve Kurumsal Yönetim Araştırmaları Merkezi** (Center for Research

in Corporate Governance and Financial Regulation- CCG) tarafından "**Corporate Finance and Corporate Governance: What is Driving Change and What will be the Impact?**" konulu bir panel düzenlendi. CCG Direktörü Prof.Dr. Vedat Akgiray'ın yönettiği panele konuşmacı olarak Mats Isaksson, Head of Corporate Affairs, OECD; Edward Craft, Partner, Wedlake Bell ve Chairman, Corporate Governance Expert Group, UK Quoted Companies Alliance; Tayfun Bayazıt, Yönetim Kurulu Başkanı, Bayazıt Yönetim Danışmanlık Hizmetleri; Ümit Hergüner, Ortak, Hergüner Bilgen Özeke Avukatlık Ortaklığı ve Prof. Dr. Oğuzhan Özbaşı, Koç Üniversitesi katıldılar.

**İslami Araştırma ve Eğitim Enstitüsü, İslam Kalkınma Bankası, Borsa İstanbul ve Boğaziçi Üniversitesi Finans Uygulama ve Araştırma Merkezi (CARF) ev sahipliğinde, TCMB ve Dünya Bankası Küresel İslami Finans Geliştirme Merkezi'nin desteğiyle 6. Uluslararası İslami Bankacılık ve Finans Konferansı düzenlendi.**

Konferans "Risk Yönetimi, Regülasyon ve Denetim" ana temasıyla gerçekleştirildi. İslami finansın gelişmesi, yeni ürünlerin tasarlanması ve bu konuda yapılan araştırmaların ele alındığı konferansta, küresel finans dünyasının mevcut durumu, risk yönetimi sorunları ile düzenleme ve denetleme konuları masaya yatırıldı.

Açılışını Borsa İstanbul Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdürü Dr. M. İbrahim Turhan, Boğaziçi Üniversitesi öğretim üyesi ve SPK Eski Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray ve İslam Araştırma ve Eğitim Merkezi (IRTI) Araştırma Bölüm Başkanı Prof. Dr. Abdul Ghafar İsmail'in yaptığı konferansa, çeşitli ülkelerden akademisyenler ve profesyoneller katıldı.

Konferansın açılışında yaptığı konuşmada, faizsiz finansman alanında Borsa İstanbul olarak yaptıkları çalışmalara ve risk yönetiminin önemine değinen **Dr. M. İbrahim Turhan**, şunları söyledi: "Borsa İstanbul olarak faizsiz finansman konusuna büyük önem veriyoruz. Hâlihazırda Borçlanma Araçları Piyasamızda etkin şekilde faaliyet gösteren bir Sukuk piyasası oluşturduk. Diğer yandan Pay Piyasası faaliyetleri, gerekli şartların sağlanması kaydıyla risk ve kar paylaşımı esasına dayanan faizsiz finans ile de doğası gereği tam bir uyum içerisinde. 2012 yılında İslam İşbirliği Teşkilatı'na üye olan 19 ülkeyle bir araya gelerek, gerekli şartları sağlayan 50 şirketten oluşan S&P OIC COMCEC 50 endeksini hayata geçirdik. Bu alandaki çalışmalarımıza da devam ediyoruz."

Sektörde özellikle likidite riskinin yönetimi konusunda yeni fikir ve enstrümanlara ihtiyaç olduğunu belirten Turhan, "Faizsiz finansman ürünlerinde likidite yönetimini kolaylaştırmak adına biz üç taraf içeren repo işlemleri ile ilgili bir çerçeve geliştirdik. Bu tür finansal araçların piyasalarda likiditeyi arttıracığı gibi diğer taraftan da düzenleyicilerin ve merkez bankalarının elini güçlendireceğine inanıyoruz," dedi.

İki günlük konferansın ardından **İslami Finans Risk Yönetimi Sanayi İstişare Forumu** gerçekleştirildi. Global Association of Risk Professionals'ın (GARP) sponsorluğunda düzenlenen Forum'da "**İslami Finans Risk Yönetimi**" ve "**Risk Yönetimi Gelişim Safhaları**" oturumları düzenlendi.

## **Borsa İstanbul ve Boğaziçi Üniversitesi (BÜ) işbirliğiyle "İstanbul Uluslararası Finans Merkezi" projesi kapsamında finans alanında yazılım, sistem ve ürün geliştirecek şirketlere ev sahipliği yapacak olan bir teknopark kuruluyor.**

Borsa İstanbul yerleşkesi içinde yer alacak olan finans odaklı tematik yapısı ile Türkiye'de bir ilk olacak proje, teknoloji geliştirme üniversite ve borsa işbirliğiyle etkin bir şekilde sağlanabileceğini ortaya koyan yapıyla da uluslararası alanda yeni bir model oluşturacak.

Boğaziçi Üniversitesi ile işbirliğine giderek son dönemde "**Finans Teknoparkı**" ve "**Finans Uygulama ve Araştırma Merkezi**" olarak iki proje başlattıklarını belirten Borsa İstanbul Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdürü Dr. M. İbrahim Turhan, "Her iki projenin dayanak noktasını İstanbul Uluslararası Finans Merkezi projesi oluşturuyor. İki proje bütün olarak düşünüldüğünde bütüncül yapının teorik/akademik tarafını Finans Uygulama ve Araştırma Merkezi'nin oluşturacağı, uygulama tarafının ise Finans Teknoparkı bünyesinde yer alacağını söyleyebiliriz," dedi. Turhan'ın verdiği bilgilere göre, finans konularına odaklanacak bu tematik teknoparkta hem finansal kurum ve kuruluşların, hem de yazılım, bilişim ve teknoloji kuruluşlarının yer alması bekleniyor. Teknopark bünyesinde faaliyet gösteren şirketler, buradaki faaliyetlerine ilişkin olarak kapsamlı gelir ve kurumlar vergisi muafiyetlerine sahip olacak, Boğaziçi Üniversitesi'nin yanı sıra farklı akademik kurum ve kuruluşlar ile enstitü ve eğitim merkezleri ile Ar-Ge faaliyetlerinde işbirliği imkânı bulacaklar.

## **Finans Uygulama ve Araştırma Merkezi**

hakkında da bilgi veren Turhan, "Bu merkez ile sektörün ihtiyacı olan kuramsal ve ampirik niceliksel finans, finansal yenilik ve finans teknolojileri alanlarındaki araştırmaların desteklenmesi amaçlanmaktadır" dedi.

Borsa İstanbul yerleşkesi içinde toplam 10 bin metrekare büyüklüğündeki bir arazi üzerine inşa edilmesi ve 15 bin metrekare kapalı alana sahip olması planlanan proje inşaatının, 2015 yılı sonuna kadar bitirilip faaliyete geçmesi hedefleniyor.

## **CFA İstanbul yeni Yönetim Kurulu belirlendi**

CFA İstanbul'da 2014-2015 dönemi için Başkanlığa Ertunç Tümen ikinci kez seçilirken, önceki Başkan Onursal Yazar Başkan Yardımcısı oldu. Ersoy Erkazancı ve Aytaç Aydoğan Yönetim Kurulu'na iki yeni üye olarak seçildi. Albert Krespin, İsmail Erdem ve Mehmet Gerz önceki dönemden Yönetim Kurulu üyesi olarak görevlerine devam edecekler.

## **ÜYELERDEN HABERLER**

### **Yapı Kredi Portföy'ün yönetimindeki fonlara Fitch'ten not**

Yapı Kredi Portföy'ün yönettiği yedi fonun kalite notu Fitch Ratings tarafından teyit edildi. Dünyanın önde gelen derecelendirme kuruluşlarından Fitch Ratings, Türkiye'de ilk defa yatırım fonu derecelendirmesini 2013 yılında, Yapı Kredi Portföy'ün yönetimindeki dört yatırım fonu ve üç emeklilik fonu ile gerçekleştirmişti. Bu yıl ise Yapı Kredi Portföy'ün, yöneticisi olduğu bu üç bireysel emeklilik ve dört yatırım fonunun almış olduğu "Güçlü" ve "İyi" notları,

Fitch Ratings tarafından tekrar tescil edildi. Fon derecelendirmesi yatırımcılara fonun yapısı hakkında bağımsız ve uluslararası alanda genel kabul görmüş bilgiler sunmaktadır. Fitch Ratings, Yapı Kredi Portföy'ün yönetimindeki "Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu" ile "Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hisse Senedi Alt Fonu" nun "Güçlü (Strong)", "Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. B Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Özel Bankacılık Büyüme Amaçlı Değişken Alt Fon" ile "Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Uzun Vadeli Tahvil ve Bono Alt Fon" unun ise "İyi (Good)" olan notlarını teyit etti.

Ayrıca Yapı Kredi Portföy'ün yöneticisi olduğu "Allianz Yaşam ve Emeklilik Birinci Esnek Grup Emeklilik Yatırım Fonu" nun "Güçlü (Strong)", "Allianz Yaşam ve Emeklilik Esnek Emeklilik Yatırım Fonu ile Allianz Yaşam ve Emeklilik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Grup Emeklilik Yatırım Fonu" nun "İyi (Good)" olan notları da yine Fitch Ratings tarafından teyit edildi.

### Halk Portföy'ün ortaklık yapısında değişiklik

Halk Portföy Yönetimi A.Ş.'nin ortaklık yapısı, Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. ve Halk Sigorta A.Ş. nin sahip oldukları payları Türkiye Halk Bankası A.Ş. ye devretmeleri sonucunda değişti.

Bu devirler sonrasında Türkiye Halk Bankası A.Ş nin ortaklık payı % 74,99 a yükselirken, Halk Portföy'ün ortak sayısı 5'ten 3'e düştü.

### Halk Portföy'de atama

Halk Portföy Yönetimi A.Ş. Yöne-

tim Kurulu Başkanlığı görevine 02.09.2014 tarihi itibarı ile Türkiye Halk Bankası A.Ş. Teftiş Kurulu Başkanı Ali Ulvi Sargon atandı.

### İş Portföy'de atama

İş Portföy Yönetimi A.Ş.'de Alternatif Yatırım Ürünleri Müdürü Ali Emrah Yücel, 1 Eylül 2014 itibarıyla Genel Müdür Yardımcılığı görevine getirildi. Ali Emrah Yücel, Portföy Yönetimi Bölümlerinden sorumlu olacak.

## DÜNYADAN ÖZET

### IOSCO ekonomik büyümenin itici gücü olarak sermaye piyasalarını güçlendirmek için çalışmaya devam ediyor

Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü'nün (International Organisation of Securities Commissions – IOSCO) Rio de Janeiro'da yapılan 39'uncu Yıllık Konferansı'nda halka açık bölüm yasama, kurumsal yönetim, ekonomik büyüme için uzun vadeli finansman, ve yatırımcı güveninin itici güçleri olarak yatırımcı koruması ve eğitim konularına odaklandı.

IOSCO Yönetim Kurulu Başkanı Greg Medcraft, "Düzenlemesini yaptığımız piyasalar küresel ekonomik büyümenin itici gücü olarak artan ölçüde önemli finans kaynakları haline geliyor. Çalışma ajandamız adil, etkin, şeffaf ve sistemik risk taşımayan küresel sermaye piyasalarında güven ve inancı inşa etmek olarak devam ediyor," dedi.

IOSCO, menkul kıymetler piyasalarının düzenlenmesi ve denetimi alanında uluslararası standartlar belirlemede olup, dünya çapında bu

alanda yetkili 126 kuruluş örgütün üyesidir. IOSCO'ya 1988 yılında üye olan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), IOSCO bünyesinde komite ve çalışma grubu çalışmalarına aktif olarak iştirak ederek sermaye piyasaları alanında uluslararası politika oluşumuna katkıda bulunmaktadır.

Toplantıda IOSCO Yönetim Kurulu, piyasaların ekonomik büyümeyi ileri götürmek için üzerlerine düşen görevi yapabilmeleri, menkul kıymetler piyasalarında yatırımcı koruması yoluyla güvenin yeniden oluşturulması ve sistemik risklere yönelik olarak bazı anahtar inisiyatifleri ortaya koydu. Bunların arasında;

► Piyasa aracılığı ve portföy yönetimi alanında, banka ve sigorta dışı sistem için önemli finansal kurumları (non-bank non-insurance systemically important financial institutions-NBNI SIFIs) tanımlamak için metodolojinin tamamlanmasına yönelik adımlar

► Reel ekonomi için önemli bir fonlama kaynağı olarak sürdürülebilir menkul kıymetler piyasalarının geliştirilmesini desteklemek için Banka Denetlemesi konusunda Basel Komitesi ile birlikte çalışma

(i) denetim kalitesini iyileştirmede denetim komitelerinin önemli rolünün incelenmesi (ii) IOSCO'nun International Forum of Independent Audit Regulators (IFIAR) gibi diğer stratejik ortaklarla işbirliğinin güçlendirilmesi ve (iii) Denetimle İlişkili Standart Oluşturma Yönetişimine (Audit-Related Standard Setting Governance) kamuoyu ilgisini daha da güçlendirmek için gerekli görülen reformlara katkıda bulunma yoluyla denetim kalitesini güçlendirmek

► Etkin yasama rejimlerinin geliştirilmesi yoluyla güvenilir şekilde

caydırıcı olma konusundaki çalışmada sonuç alınması.

► Piyasaların KOBİ'ler ve alt yapı finansman kaynağı olarak nasıl bir rol oynayabileceğini araştırmak

► Sınır ötesi konulara ilişkin düzenleme tedbirlerini içeren bir araç setini geliştirmek için çalışmayı sürdürme yer aldı.

Yönetim Kurulu üyeleri, kolektif yatırım planlarının gönüllü sonlandırılması ve ihracı veya abone-ödemeli kredi derecelendirmesinden başka kredi derecelendirme kuruluşları tarafından sunulan ürünlerin incelenmesi konusunda IOSCO'nun çalışma yürütmesinde mutabık kaldılar.

Yönetim Kurulu toplantı sırasında iki araştırma raporunu da yayınladı:

► Securities Markets Risk Outlook 2014-2015, menkul kıymet piyasalarında potansiyel risklerin tanımlanmasına odaklanıyor.

► Market-Based Long-Term Financing Solutions for SMEs and Infrastructure, KOBİ'ler ve altyapı için sermaye bulunmasına yönelik pratik ve yenilikçi piyasa bazlı çözümleri tanımlıyor.

## Avrupa'da büyük şirketler sosyal ve çevresel konularda artık daha şeffaf olacak

Avrupa Parlamentosu'nun 15 Nisan'da kabul ettiği büyük şirketlerin ve grupların finansal olmayan ve çeşitlilik bilgilerinin kamuoyuna açıklanmasına ilişkin Direktif, Konsey'de onaylanarak yürürlüğe girdi. İlgili şirketler çevresel, sosyal ve çalışanla ilgili konular, insan haklarına saygı, yolsuzluk karşıtı ve rüşvet konuları ile yönetim kurullarındaki çeşitliliğe ilişkin politikalar, riskler ve sonuçlarını kamuoyuna açıklayacak.

Konseyin onayını takiben 20 gün içinde yürürlüğe giren Direktifi, üye ülkeler yasalarına iki yıl içinde yansıtacaklar. Dolayısıyla ilgili şirketlerin yeni düzenlemeleri benimsemeleri için önlerinde önemli bir zaman bulunuyor. Şirketler bu konulardaki raporlamalarına 2017 finansal yılında başlayacaklar.

## Lüksemburg ilk euroya dayalı sukuk ihracını gerçekleştirdi

İslam dünyası dışında İslami ürünlerin ikame edildiği önde gelen merkezlerden olan Lüksemburg, 200 milyon'luk beş yıllık sukuk ihracı ile bu alanda bir ilke imza attı. Lüksemburg 12 Temmuz'da Sukuk Kanunu'nun kabulünü takiben Eylül'ün ikinci yarısında iki ekiple bir roadshow düzenlemişti. İki ekip Cidde, Riyad, Abu Dabi, Dubai, Kuala Lumpur, Doha ve Londra'yı ziyaret ederek uluslararası yatırımcılara tanıtım yaptı.

Arzın iki katı talebin geldiği ihracı yüzde 0,436 kar oranıyla gerçekleştirdi. Talebin yüzde 61'inin Orta Doğu ve Kuzey Afrika'dan geldiği belirtildi. Sukuk ihracından gelen kaynak genel bütçe amaçları için kullanılacak. Sukuk, Lüksemburg borsası Euro MTF piyasasında işlem görecek.

## Gelişmekte olan piyasalar küresel kurumsal yönetim standartlarını yakalıyor - East Capital

Gelişmekte olan ve sınır piyasalara yatırım konusunda uzmanlaşan East Capital'ın, 'Navigating emerging and frontier markets with Corporate Governance' başlıklı araştırması, sınır ve gelişmekte olan piyasaların kurumsal yönetim reformu yoluyla yatırımcı

güvenini nasıl yaratabilecekleri veya koruyabileceklerini ortaya koydu.

East Capital'a göre, yüksek kurumsal yönetim standartının geliştirilmesi ve yürürlüğe konulabilmesine dört ana etken katkıda bulunuyor:

1- Aktif yatırımcılar

2-Özgür ve bağımsız basın

3-Benzer ülke baskısı

4-Kurumsal yönetim dernekleri, sektör inisiyatifleri, araştırma grupları ve uluslararası kurumların pozitif etkisi

East Capital, gelişmekte olan ve sınır piyasaların daha olgunlaşmış piyasalardaki uygulamaları yakalamak ve hatta kurumsal yönetim unsurlarını benimsemeye gelişmiş piyasalardan daha da başarılı olacak her fırsata sahip olduğuna inanıyor.

East Capital Kurumsal Yönetim Başkanı ve raporun yazarı Louise Hedberg, "Neredeyse tüm büyük şirket batışları kurumsal yönetim konularından ve ihlallerinden kaynaklanıyor. İhlaller sadece gelişmekte olan veya sınır piyasalarda değil, tüm piyasalarda yaşanmaya devam edecek. Ancak aktif bir hisse senedi seçimi yaklaşımıyla konusunda uzman yatırımcılar bilgi, deneyim, yerel kaynak ve networklerini daha bilgili yatırım kararları vermek ve gereksiz riskleri önlemek için kullanabilirler," yorumunda bulundu.

Çalışmada aynı zamanda, kamu şirketlerinin sahipleri olarak hükümetler ve siyasi kurumlardan finansal yatırımcıların beklentisini netleştirip, iletişim kurarak önyak olmadan devletlerin özel bir sorumluluğu olduğunun altı çizildi.



Hizmette  
sınır  
yoktur.

# Başarımız yine sınırları aştı!

Türkiye'de  
İLK ve TEK

Yönettiğimiz 4 yatırım ve 3 emeklilik fonu,  
uluslararası derecelendirme kuruluşu **Fitch Ratings** tarafından  
bir kez daha “**yüksek kalite**” notuna layık görüldü.\*  
Portföy yönetiminde uluslararası standartları arıyorsanız,  
sizi de Yapı Kredi Portföy'e bekliyoruz.

**Güçlü**  
(Strong)

**İyi**  
(Good)

Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı  
Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu

Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.  
A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı  
Hisse Senedi Alt Fonu

Allianz Yaşam ve Emeklilik  
Birinci Esnek Grup Emeklilik Yatırım Fonu

Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.  
B Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Özel Bankacılık  
Büyüme Amaçlı Değişken Alt Fonu

Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
B Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı  
Uzun Vadeli Tahvil ve Bono Alt Fonu

Allianz Yaşam ve Emeklilik  
Esnek Emeklilik Yatırım Fonu

Allianz Yaşam ve Emeklilik  
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları  
Grup Emeklilik Yatırım Fonu



30/09/2014 tarihi itibarıyla Yapı Kredi Portföy'ün  
yönettiği toplam varlık hacmi: 11,6 milyar TL

yapikrediportfoy.com.tr | 0212 385 48 48

 **YapıKredi**

\* Fitch Ratings tarafından 2014 yılında verilen değerlendirme notudur.

## FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 4.Çeyrek/2014

### YILIN SON ÇEYREĞİNDE HİSSE SENEDİ CAZİBESİNİ YİTİRİYOR

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi”ne göre, dördüncü çeyrekte piyasaların yönünü yine ABD Merkez Bankası'nın kararlarının belirlemesi beklenirken, yatırım için hisse senedi cazibesini yitirmiş görünüyor.

Ekonomide ise gözler yine enflasyon verilerinde olacak.

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin katılımıyla, 22-26 Eylül tarihleri arasında gerçekleştirilen anketi 19 fon yöneticisi cevapladı.

#### ABD Merkez Bankası kararları piyasalarda en önemli etken

Piyasalarda belirleyici olacak etken	Kişi	%
FED'in çıkış stratejisine ilişkin beklentiler	15	79
Siyasi alanda gelişmeler	1	5
Avrupa Merkez Bankası kararları	-	-
Dış siyasi gelişmeler	2	11
TCMB para politikası kararları	1	5
Uzakdoğu ekonomik verileri	-	-
Diğer	-	-

Beklenti anketinde, yatırım kararlarında üçüncü çeyrekte son yılın son çeyreği için de ABD Merkez Bankası'nın (FED) varlık alım programının seyrinin takip edileceği sonucu alındı. Ankete katılan fon yöneticilerinin yüzde 79'u bu yönde seçim yaptı.

#### Hisse senedi yerini bono ve ÖST'ye bırakıyor

Yatırım aracı hangisi olur?	Kişi	%
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	6	32
Hisse senedi	3	15
Altın	-	-
Özel sektör tahvili	6	32
Euro/Dolar	4	21
Emtia	-	-
Uzun vadeli tahvil	-	-

Geçen çeyreğin en fazla tercih edilen yatırım aracı olarak öne çıkan hisse senedi son çeyrek anketinde aldığı yüzde 15 oyla (%33/3Ç) cazibesini yitirmiş görüldü. Anketin ilk sırasında, yüzde 32'şer oyla kısa vadeli hazine bonosu ve özel sektör tahvili yer aldı. Onları yüzde 21 oyla euro/dolar izledi. Anketin bir diğer dikkat çeken sonucu da, geçen çeyrekte yüzde 19 oyla hisse senedinin ardından gelen Altın'ın, son çeyrek için hiç bir fon yöneticisi tarafından tercih edilmemesi oldu.

### Enflasyon verileri ekonomide yine belirleyici gösterge

En çok hangi ekonomik gösterge takip edilecek?	Kişi	%
Enflasyon	11	57
Büyüme	2	11
Cari açık	-	-
Döviz kuru	6	32
Bütçe açığı	-	-
Petrol fiyatları	-	-
Diğer	-	-

İlk iki çeyrekte döviz kurunu yakından izleyen fon yöneticileri, üçüncü çeyrekte dikkatlerini enflasyona çevirmişti. Yılın son çeyreğinde de bu eğilim değişmemiş görünüyor. Anket katılımcılarının yüzde 57'si en yakından takip edilecek gösterge olarak "enflasyon" verilerini işaret etti. "Döviz kuru" yüzde 32 ile ikinci sırada yer aldı. "Büyüme" az sayıda fon yöneticisinin takibinde görünürken, "cari açık" ise fon yöneticileri tarafından öncelikle takip edilen bir gösterge olarak belirtilmedi.

### ABD 2014'ün en cazip piyasası olarak yerini koruyor

Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?	Kişi	%
ABD	10	53
Avrupa	1	5
Gelişmekte olan piyasalar	4	21
Diğer (Asya 3, Japonya 1)	4	21

Fon yöneticilerinin küresel hisse senedi piyasalarında beklenen performansla ilgili olarak, yılın ilk üç çeyreğinde olduğu gibi son çeyreğinde de en çok ABD piyasası tercih edildi.

## YATIRIM ARAÇLARI 2014 YIL SONU TAHMİNLERİ

### Gösterge bono faizi (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	9,50	10,50	8,70

### BIST 100 endeksi

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	77,000	87,000	67,000

### Euro/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	2,89	3,00	2,82

### TCMB politika faiz oranı (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	8,25	9	7,75

### ABD Doları/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	2,26	2,35	2,18

### Döviz Sepeti

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yılsonu	2,575	2,675	2,50

### Altında yön beklentileri karışık, Petrolde yatay beklenti ağır basıyor

Yön	Altın	Petrol
YUKARI	6 (%32)	6 (%32)
AŞAĞI	7 (%36)	4 (%21)
YATAY	6 (%32)	9 (%47)

Yılın ilk iki çeyreğinde aşağı yönde hareket beklentilerinin hakim olduğu altın ve petrol için üçüncü çeyrek tahminleri yönü yukarı göstermişti. Ancak anket sonuçlarına göre, son çeyrek için Altında belirgin bir yön beklentisi oluşmadığı gözlenirken, Petrolde ise yatay seyir bekleyenler hakimdi. Katılımcıların yüzde 36'sı Altın için aşağı yön beklerken, yönü yukarı ve yatay bekleyenlerin oranı yüzde 32 ile eşitti. Petrolde ise yatay beklenti yüzde 47 oranla öne çıktı. Yukarı yön bekleyenlerin oranı yüzde 32 olarak gerçekleşti. Aşağı yön beklentisi ise nispeten az sayıda katılımcı tarafından belirtildi.

### Fon Yöneticileri yılın son çeyreği için Para Piyasası Fonları ile Özel Sektör Tahvil Bono Fonlarını tavsiye ediyor:

Dördüncü çeyrek için favori görülen fon türlerinin başında, TKYD fon sınıflandırmasına göre, Likit ve Kısa Vadeli Tahvil Bono Fonlarını içeren Para Piyasası Fonları yer aldı. Bu kategoriyi Özel Sektör Tahvil Bono Fonları takip etti. Anket katılımcılarının 12'si Para Piyasası Fonlarını tavsiye ederken, yedi katılımcı Özel Sektör Tahvil Fonları'na yer verdi. Fon yöneticilerinin 4'ü Eurobond Fonları belirtirken, hisse fonları az sayıda fon yöneticisinin (3 kişi) listesine koyması dikkat çekti.

### Borsada inşaat yan sanayi, banka, telekom ve perakende sektörleri öne çıkıyor:

Ankete katılan fon yöneticilerinin borsada iyi performans bekledikleri sektörleri sıralarken en fazla demir çelik, cam ve çimento gibi inşaat yan sektörlerine yer verdiği gözlemlendi.

11 fon yöneticisi bu sektörleri belirtirken, bankacılık sektörünün ise geçtiğimiz çeyreklere göre daha az sayıda (5 kişi) katılımcının favori listesinde yer aldığı dikkati çekti. Telekom ve perakende-gıda sektörleri de fon yöneticilerinin son çeyrekte öne çıkmasını beklediği sektörler olarak listelerde belirgin şekilde yer aldı.

## TKYD Sermaye Piyasalarında Değişime Liderlik Ediyor

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) yaz dönemini de basın toplantısı ve sektör gündemine yönelik çalışmalarla geçirdi.

Kolektif yatırım araçları sektörünün yeni mevzuata uyum ile oldukça yoğun günler geçirmekte olduğu bu dönemde TKYD de bu değişime liderlik ederek, sektörün ihtiyaçlarına yönelik etkinlikler planlıyor. Yol haritasında belirlediği aksiyonları

birebir hayata geçirmeye başlayan TKYD, periyodik basın toplantılarından ilkinin Temmuz ayında gerçekleşti. Portföy yönetimi sektörünün iletişimini ve algısını hızla yukarılara çekme hedefine kilitlenen TKYD, basınla buluşmasında sektörün

istatistiksel verilerinin yanı sıra ülke ekonomisine katkısını da ortaya koydu.

TKYD, önümüzdeki süreçte mesleki standartlar konusunda eğitim, geliştirme ve bilgilendirme faaliyetlerine de hız verecek.

**%4** Türkiye'de PYŞ Sektör Büyüklüğü / GDP oranı

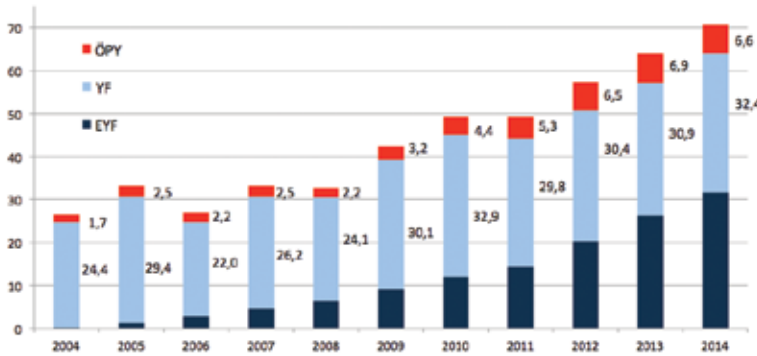
**7** milyon Portföy Yönetim Sektörü müşteri sayısı

**42** Türkiye'deki Portföy Yönetim Şirketi Sayısı

**> %40** Güney Kore, Güney Afrika ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerde PYŞ Sektör Büyüklüğü / GDP oranı

### Türkiye'de Portföy Yönetim Sektörü

Portföy Yönetim Sektörü İş Kolu Bazında Alt Kırılımı (Milyar TL)



ÖPY : Özel Portföy Yönetimi Hizmeti  
YF : Yatırım Fonları  
BF : Bireysel Emeklilik Fonları

**%34** Türkiye'deki 40 Milyar TL'lik Özel Sektör Tahvil Bono sektör büyüklüğünün, Yatırım ve Emeklilik Fonları tarafından sahip olunan kısmı

**%3,5** Türkiye'deki 165 Milyar TL'lik Halka Açık Hisse Senedi Pazarının Yatırım ve Emeklilik Fonları tarafından sahip olunan kısmı



## TKYD - Basın buluşması

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) Yönetim Kurulu, Emeklilik Fonlarını ve sektörün Türkiye ekonomisine katkısını ortaya koyan bir basın buluşması gerçekleştirdi. Portföy Yönetim Sektörü'nün geldiği son noktanın da değerlendirildiği toplantıda, TKYD Başkanı Dr. Alp Keler söz konusu konu başlıkları çerçevesinde ilgi çekici bir sunum yaptı.

Keler, Emeklilik sisteminde sadece kısa vadeli performansa yoğunlaşmanın hatalı bir bakış açısı olduğunu, emeklilik fonlarının Türkiye'de tasarruf açığının azaltılması, kamu finansmanına destek, uzun vadeli yatırım alışkanlıklarının geliştirilmesi ve birçok yeni finansal ürünün gelişmesi gibi çok önemli katkıların olduğunu belirtti.

## Sektörün Artan IT İhtiyacı

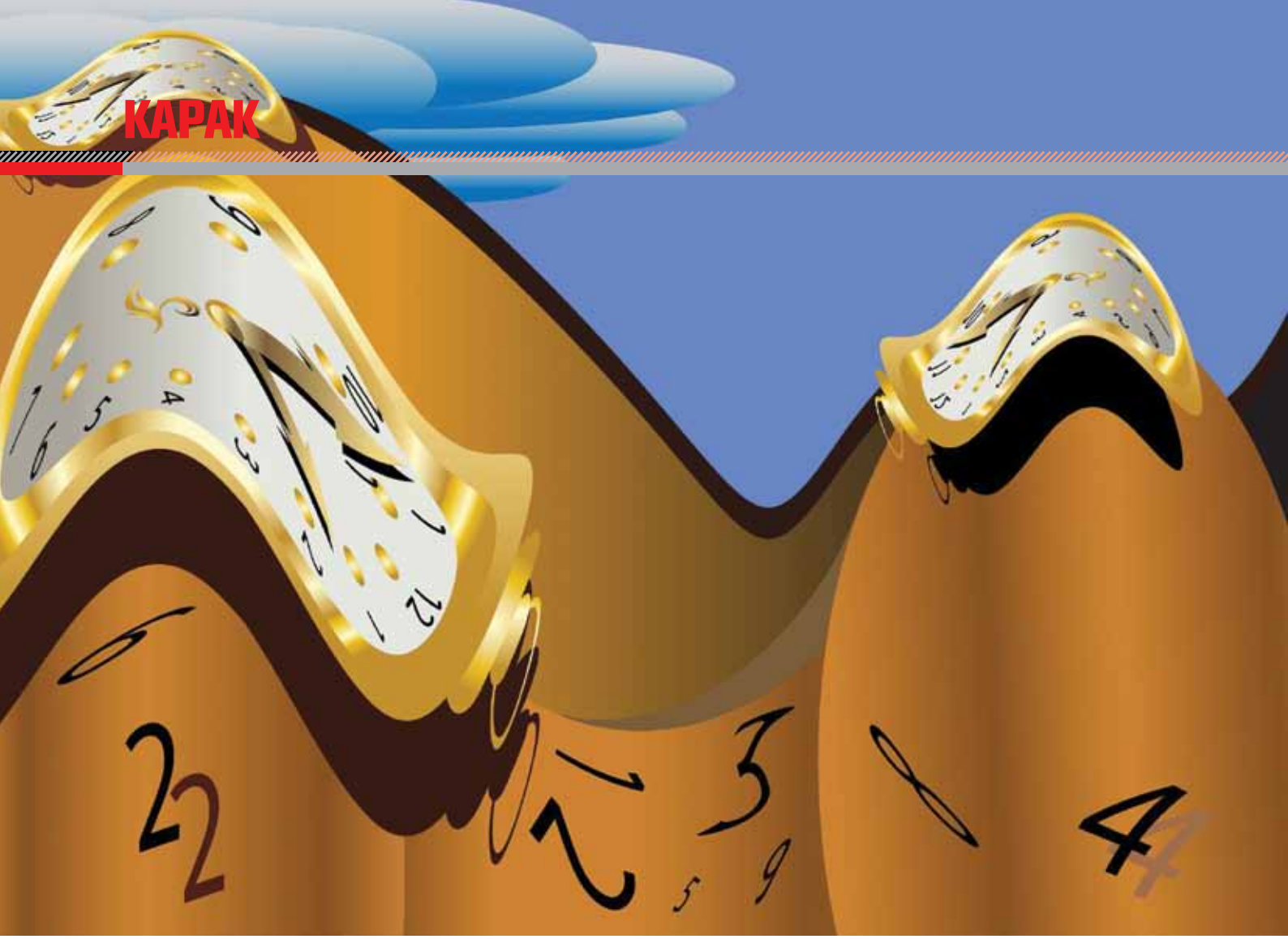
Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) tarafından "Büyüyen Portföy Yönetimi Sektörü'nde Artan IT İhtiyacı ve Beklentiler" konulu bir toplantı düzenlendi. Yazılım firmalarından İnfinia, Tradesoft ve Rasyonet'in tanıtım sunumlarının yapıldığı toplantıya, SPK uzmanları da katıldı.



## Kurumsal Yatırımcı artık online olarak da okunabiliyor

"Kurumsal Yatırımcı" dergisi e-dergi formatında yayınlanmaya başladı. Dergiye Ocak 2014 sayısından itibaren aşağıdaki linkten ulaşılabilir.

<http://www.dijimecmua.com/kurumsal-yatirimci/>



## Portföy Yönetim Şirketleri ile Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Geçiş Süreçleri

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında yapılan alt düzenlemeler ile yasal altyapısı hazırlanan yeni sistemin hayata geçirilebilmesi için, öncelikle tüm portföy yönetim şirketlerinin organizasyon yapılarını ve esas sözleşmelerini yeni düzenlemelere uyumlu hale getirmesi gerekiyor.

**K**olektif yatırım kuruluşları ile bu kuruluşların yönetimi, organizasyonu ve saklanması konusunda yeni Sermaye

Piyasası Kanunu, birçok yenilik getirmiştir. Kanun'un 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe girmesini takip eden 2013 yılı içinde ve 2014 yılı başında, III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği

(Fon Tebliği), III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği (PYŞ Tebliği), III-56.1 sayılı Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin

Esaslar Tebliği (Saklama Tebliği), III-52.2 sayılı Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, III-52.3 sayılı Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ve III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği yayımlanarak, söz konusu alt düzenlemeler aracılığıyla, ülkemiz kolektif yatırım kuruluşlarının ve portföy yönetim şirketlerinin uluslararası alanda rekabet edebilecek hukuki altyapıya kavuşturulmaları için gerekli altyapı sağlanmıştır. Yapılan düzenleme değişikliklerine ilave olarak fon sektörüne ivme kazandırması beklenen bir diğer yenilik ise, fon katılma payı alım satımının merkezi bir sistemden gerçekleştirilmesi amacıyla faaliyete geçirilen Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformudur. Yatırım kuruluşlarımızın altyapı ve organizasyonlarını hazır hale getirmeleriyle, Platform, yeni esaslara göre ve sektördeki tüm fonları (istisna tanınanlar hariç olmak üzere) kapsayacak şekilde 09 Ocak 2015 tarihinde hayata geçecektir. Uzun yıllardır yaygın dağıtım kanalı olan bankaların fon katılma paylarının pazarlanması noktasında diğer kuruculara nazaran daha avantajlı konumda olduğu bilinmektedir. Bu kapsamda Platform'un hayata geçirilmesi ile birlikte, yatırımcıların tüm kurucuların fonlarına tek bir kaynaktan ulaşmalarına imkan tanınmaktadır. Bu süreçte sistemi temelden değiştiren en önemli unsur yatırım fonu kuruculuğu ile kolektif portföylerin yönetiminin münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yapılması hususunun düzenlenmesi, bu suretle de portföy yönetim şirketlerimizin bu alanda ihtisaslaşmasının



**Tefik Kınık**  
Başkan Yardımcısı  
Sermaye Piyasası Kurulu

ve sahip oldukları “know-how”ı daha etkin bir şekilde kullanabilmesinin önünün açılmasıdır. Öte yandan yasal altyapısı hazırlanan yeni sistemin hayata geçirilebilmesi için,

1. Öncelikle tüm portföy yönetim şirketlerinin organizasyon yapılarını ve esas sözleşmelerini yeni düzenlemelere uyumlu hale getirmesi,
2. Kurucuları halihazırda banka ve aracı kurum olan yatırım fonlarının,

kuruculuğunun portföy yönetim şirketlerine devrine yönelik olarak gerekli içtüzük ve izahname değişikliklerinin gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Sektörde faaliyet gösteren portföy yönetim şirketleri ile devredilecek yatırım fonlarının sayısal büyüklükleri dikkate alındığında, içinde bulunduğumuz dönemin hem Kurulumuz hem de sektör açısından hatırı sayılır bir iş yükü oluşturacağı açıktır. Bu nedenle söz konusu iş yükünün zamana yayılabilmesini ve mevcut kurucular ile portföy yönetim şirketlerinin gerekli bilgi/belge temini ve uyum hazırlıklarını zamanında tamamlayabilmelerini teminen, Kurul olarak PYS Tebliği kapsamında yapılacak başvurular da kullanılması gereken formlar ile standart metinleri, Tebliğin yürürlük tarihinden yaklaşık üç ay önce, 8 Nisan 2014 tarihinde kamuoyu ile paylaşım uyum başvurularını süresinden önce kabul etmeye başladık. Bu noktada Kurulumuza iletilen başvurularla ilgili karşılaşılan önemli hususlara kısaca göz atmak-

“Sistemi temelden değiştiren en önemli unsur yatırım fonu kuruculuğu ile kolektif portföylerin yönetiminin münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yapılması hususunun düzenlenmesi, bu suretle de portföy yönetim şirketlerimizin bu alanda ihtisaslaşmasının ve sahip oldukları “know-how”ı daha etkin bir şekilde kullanabilmesinin önünün açılmasıdır.”

ta fayda var. Öncelikle belirtmek gerekir ki, gerek 6362 sayılı Kanun gerekse de ikincil düzenleme çalışmaları ile getirilen en önemli yeniliklerden biri portföy yönetim şirketlerinin hizmet verdiği müşterilerinin portföylerinde yer alan varlıkların Kurulca yetkilendirilmiş bir portföy saklama kuruluşunda saklanmasının zorunlu olmasıdır. Bu kapsamda fon sisteminin kesintiye uğramadan işleyişine devam edebilmesini sağlamak amacıyla Saklama Tebliği, yeni sistemin yürürlük tarihinden altı ay önce, 1 Ocak 2014 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Kurulumuza ilk portföy saklama faaliyeti başvurusu Nisan 2014'te yapılmasına rağmen, PYŞ Tebliği'nin yürürlüğe girdiği tarih olan 1 Temmuz 2014 tarihinden itibaren geçen yaklaşık bir aylık süre içinde altı farklı portföy saklama kuruluşu Kurulumuzca yetkilendirilmiş olup, sistemin kesintiye uğramaması amacıyla portföy yönetim şirketlerinin saklama sözleşmelerini zamanında imzalayabilmelerine olanak sağlanmıştır. Mevcut durumda Kurulumuza 18 portföy yönetim şirketi tarafından uyum başvurusu yapılmış durumdadır. Ara dönem fonları bulunan kurucuların ve söz konusu

fonları devralacak portföy yönetim şirketlerinin tamamı, PYŞ Tebliği'ne uyum ve fon devri için Kurulumuza başvuruda bulundu. Fon devri başvurularının, kuruculuğu devralacak portföy yönetim şirketinin PYŞ Tebliği'ne uyum sağlamasını müteakip değerlendirmeye alınacağı hususu da bu kapsamda ilgililere duyuruldu. Buna ilaveten, ara dönem fonları bulunmamakla birlikte, PYŞ Tebliği'ne uyum sağlamak amacıyla başvuru yapan portföy yönetim şirketleri de bulunmaktadır. Mevcut durumda başvurulara ilişkin eksik bilgi ve belgeler başvuru sahiplerine bildirilmiş ve yerinde inceleme çalışmalarına ilişkin planlama tamamlanmıştır. Eksik bilgi ve belgeler ile yerinde incelemelerin tamamlanmasını müteakip şirketlerin PYŞ Tebliği'nde yer alan şartları sağladığının tespit edilmesinin ardından, fon kurabilmeleri de mümkün olacaktır. Daha önce de ifade ettiğim üzere, son bir yıl içerisinde yeni düzenlemelere uyum başvuruları kapsamında gerek sektörde gerekse de Kurulumuzda ciddi bir iş yoğunluğu yaşandığı açıktır. Ancak Kurulumuz tarafından bu süreçte proaktif davranılmış, süreçler ve başvuru belgeleri standartlaştırılarak, zamandan önce sektörün kullanımına


açılmıştır. Buna ilaveten tereddüt edilen hususlarda Kurulumuz her zaman sözlü ve yazılı iletişime açık olup, bu süreçte sektörle yapılan değerlendirme toplantılarının da yaşanan problemleri azalttığı görülmektedir.

Peki bütün bu uyum sürecinin sonucunda nasıl bir resimle karşılaşmayı bekliyoruz?

- ▶ Alanında uzmanlaşmış ve performans odaklı bir yatırım fonu sistemi,
- ▶ Uluslararası alanda rekabet edebilecek düzeyde gerekli "know-how"a, kurumsal bir organizasyon yapısı ile güçlü bir mali bünyeye sahip portföy yönetim şirketlerinin faaliyet gösterdiği bir piyasa,
- ▶ Münhasıran yabancı müşterilere hizmet vermek, girişim sermayesi yatırım fonu veya gayrimenkul yatırım fonu kurmak ve yönetmek gibi alanlarda uzmanlaşmış portföy yönetim şirketlerinin ve girişim sermayesi yatırım fonları ile gayrimenkul yatırım fonlarının faaliyet gösterdiği bir sektör,
- ▶ Kolektif yatırım kuruluşu portföyündeki varlıkların bağımsız bir portföy saklama kuruluşunda saklanacak olması nedeniyle güven unsurunun ön plana çıktığı bir sermaye piyasası,
- ▶ Uluslararası standartlarda risk yönetim sistemlerinin kurulmasıyla, portföy risklerinin etkin ve verimli bir şekilde takip edilmesi imkanı. Hep birlikte zorlu ve yorucu bir süreçten geçmekte olduğumuz aşıkâr, ancak inanıyoruz ki bütün bu çabalarımız meyvelerini en kısa sürede güçlü bir kurumsal yatırımcı tabanı, etkin bir sermaye piyasası ve gelişen bir ekonomi olarak verecektir.

“Mevcut durumda Kurulumuza 18 portföy yönetim şirketi tarafından uyum başvurusu yapılmış durumdadır. Ara dönem fonları bulunan kurucuların ve söz konusu fonları devralacak portföy yönetim şirketlerinin tamamı, PYŞ Tebliği'ne uyum ve fon devri için Kurulumuza başvuruda bulundu.”





# KONFERANS AJANDASI

## KASIM - 2014

Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma	Cumartesi	Pazar
3	4	5	6	7	8	9
	International Transfer Agency Summit 2014, Hong Kong <a href="http://www.itasasia.com/">http://www.itasasia.com/</a>	Fund Selector Forum Italy 2014 <a href="http://EFAMA_Forum_Programme_2014.pdf">http://EFAMA_Forum_Programme_2014.pdf</a> <a href="http://www.investmenteurope.net/event/2014-fund-selector-forum/">www.investmenteurope.net/event/2014-fund-selector-forum/</a>  US Regulations for European fund Managers, Londra <a href="http://www.infoline.org.uk/event/US-Regulation-for-European-Fund-Managers?xtssot=0">http://www.infoline.org.uk/event/US-Regulation-for-European-Fund-Managers?xtssot=0</a>  Efama Investment Management Forum, Brüksel <a href="http://www.efama.org/Shared%20Documents/EFA-MA_Forum_Programme_2014.pdf">http://www.efama.org/Shared%20Documents</a>	Efama Investment Management Forum, Brüksel <a href="http://www.efama.org/Shared%20Documents/EFA-MA_Forum_Programme_2014.pdf">http://www.efama.org/Shared%20Documents/EFA-MA_Forum_Programme_2014.pdf</a>			
10	11	12	13	14	15	16
		9th Annual Lipper Expert Forum, Londra			Finance Avenue 2014, Brüksel <a href="http://www.lecho.be/dossier/finance-avenue_kitmedia">http://www.lecho.be/dossier/finance-avenue_kitmedia</a>	
17	18	19	20	21	22	23
	Asia as a destination for Russian and CIS wealth, Singapur <a href="http://www.russianwealthasia.com/">http://www.russianwealthasia.com/</a>	Asia as a destination for Russian and CIS wealth, Singapur <a href="http://www.russianwealthasia.com/">http://www.russianwealthasia.com/</a>				
24	25	26	27	28	29	30
	European alternative investment funds conference <a href="http://www.alfi.lu/node/2603">http://www.alfi.lu/node/2603</a>	European alternative investment funds conference <a href="http://www.alfi.lu/node/2603">http://www.alfi.lu/node/2603</a>				

## ARALIK - 2014

Pazartesi	Salı	Çarşamba	Perşembe	Cuma	Cumartesi	Pazar
1	2	3	4	5	6	7
	Fund Marketing& Distribution; Londra <a href="http://www.iirbcfinance.com/event/Fund-Marketing-and-Distribution-forum?xtssot=0">http://www.iirbcfinance.com/event/Fund-Marketing-and-Distribution-forum?xtssot=0</a>	Fund Marketing& Distribution; Londra <a href="http://www.iirbcfinance.com/event/Fund-Marketing-and-Distribution-forum?xtssot=0">http://www.iirbcfinance.com/event/Fund-Marketing-and-Distribution-forum?xtssot=0</a>				
8	9	10	11	12	13	14
Influential Investors Forum 2014, Harvard Club of New York City <a href="http://www.ai-cio.com/events/">http://www.ai-cio.com/events/</a>	ICI Global Trading and Market Structure Conference, Londra <a href="http://www.iciglobal.org/iciglobal/events/ci.conf_14_global_trading_global">http://www.iciglobal.org/iciglobal/events/ci.conf_14_global_trading_global</a>					
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28

## TÜRKİYE ELEKTRONİK FON DAĞITIM PLATFORMU 2015 YILI İTİBARIYLA YENİ YAPISI İLE HİZMET SUNMAYA BAŞLIYOR

*Bankamızca fon piyasasında şeffaflığın artırılması, fonlara ilişkin bilgilere tek bir noktadan herhangi bir maliyete katlanmaksızın ulaşılması ve yatırımcıların farkındalıklarını artırarak Platforma katkı sağlanması amacıyla yeni bir internet sitesi (fon portal) oluşturulmuştur. Platform ile aynı anda kullanıma sunulacak olan fon portalı, yatırım fonlarının yanı sıra emeklilik fonlarına ait bilgileri de içerecektir.*

**P**ortföy veya işlem aracılığı faaliyetinde bulunmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu'na izin başvurusunda bulunacak tüm yatırım kuruluşlarının fon kurucusu olup olmadıkları ve/veya fon katılma payı alım satım işlemlerine taraf olmayı planlayıp planlamadıklarına bağlı olmaksızın Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nda (Platform) işlem gerçekleştirmek üzere, gerekli alt yapıyı oluşturarak Platforma dahil olması gerekmektedir.

Bu çerçevede; banka ve aracı kurumların yanı sıra portföy yönetim şirketlerinin de hizmet verdikleri müşterilerine yönelik olarak kurucusu oldukları fonların katılma paylarına ilişkin pazarlama ve dağıtım faaliyetleri haricinde, kurucusu olmadıkları fonların katılma paylarına ilişkin pazarlama ve dağıtım faaliyetlerini de Platform üzerinden gerçekleştirmeleri zorunlu hale getirilmiştir. Portföy yönetim şirketi müşterilerine ait fon katılma payı emirlerinin Platform'a iletilmesi, doğrudan portföy yönetim şirketleri

tarafından gerçekleştirileceğinden, emir iletimleri için gerekli alt yapının portföy yönetim şirketleri tarafından da kurulması gerekliliği doğmuştur. Konu diğer açıdan değerlendirildiğinde ise; getirileri yüksek olduğu halde yeterli ve yaygın dağıtım kanallarına sahip bulunmayan portföy yönetim şirketlerine daha geniş kitlelere ulaşma olanağı sağlanmış olacaktır. Öte yandan Kurul tarafından katılım bankalarının müşteri profilleri de dikkate alınarak; gerekçelerini belirtmek ve Platform dışında da dağıtımını yapmamak kaydıyla, katılım bankalarının alım satımını yapmayacakları fonları belirlemelerine imkan tanınmıştır.

Sektör katılımçılarının destekleri ile birlikte Platformun kurulması ve işletilmesini üstlenen Bankamızın öncelikli hedefi, yenilenen alt yapısı ile hizmet sunmaya başlayacak olan Platformun gerek sektör katılımçıları, gerekse yatırımcılara en üst düzeyde fayda sağlamasıdır.

Platform, 9 Ocak 2015 tarihi itibarıyla yenilenen yapısı ile hizmet sunmaya

başlayacaktır.

Bu bağlamda üyelerin görüş ve önerileri de dikkate alınarak Bankamız nezdinde aşağıda yer alan çalışmalara devam edilmekte olup, geçiş tarihi itibarıyla uygulamaya alınacaktır. Bunun yanı sıra Platformun etkinliğinin artırılması amacıyla üyelerden gelen taleplere ilişkin geliştirmelere Platformun uygulamaya alınmasından sonra da devam edilecektir.

**I-** Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) isteğiyle Platform'da işlem gören fonlar için, kurucular tarafından pay grubu yaratılan fonlarda gruplar arası gider farklarının, fonlara ilişkin performans ücreti kesintilerinin, fonlarda uygulanan giriş-çıkış komisyonlarının hesaplanabilmesi amacıyla, müşteri gizliliği de dikkate alınarak katılma payı alım satım bilgilerinin, fon kurucularıyla paylaşılmasına yönelik çalışmalara Merkezi Kayıt Kuruluşu ile birlikte başlanmıştır.

**II-** Platform'da gerçekleşen işlemlerin şeffaf ve güvenilir bir şekilde yerine getirilmesi amacıyla, Bankamız ile fon dağıtım kuruluşları arasında imzalanan

sözleşmeye, Suç Gelirlerinin Aklanmasının Önlenmesi Hakkında Kanun ve ilgili mevzuat hükümleri uyarınca, suç gelirlerinin aklanmasının ve terörün finansmanının önlenmesine ilişkin yükümlülükler ile FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act/ Yabancı Hesaplar Vergi Uyum Yasası) düzenlemeleri kapsamında dağıtım kuruluşlarının gerekli önlemleri alacağına dair hüküm eklenmiştir.

**III-** Kurul tarafından yapılan düzenleme çerçevesinde; Platformda işlem yapma zorunluluğu getirilen fon türlerine ait katılma paylarının ikili anlaşmalar ile alım satıma konu olabilmesi mümkündür. Ancak, fon katılma payı alım satım işlemlerinin Platform üzerinden ve Platform'da öngörülen şartlar çerçevesinde gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Kurucular tarafında Platform'da fon katılma paylarının satışını gerçekleştiren fon dağıtım kuruluşlarına ödenecek genel komisyon oranı ise, sabit olarak ilgili fonun yönetim ücretinin %35'i olarak belirlenmiştir. İkili anlaşmalar çerçevesinde ise dağıtıcı kurum ile fon kurucuları arasında %35-%65 aralığında olmak şartıyla özel komisyon oranı belirleme imkanı sağlanarak, dağıtım kanalında hizmet sunacak olan yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri için yeni bir gelir imkanı doğmuştur.

Bankamızca fon piyasasında şeffaflığın artırılması, fonlara ilişkin bilgilere tek bir noktadan herhangi bir maliyete katılmaksızın ulaşılması ve yatırımcıların farkındalıklarını artırarak Platforma katkı sağlanması amacıyla yeni bir internet sitesi (fon portal) oluşturulmuştur. Platform ile aynı anda kullanıma sunulacak olan fon portalı, yatırım fonlarının yanı sıra emeklilik fonlarına ait bilgileri de içerecektir. Portal, tüm fonlara ait genel bilgilere ek olarak fonların portföy dağılımları, fiyatları, getirileri gibi temel verileri içerecek olup, fon getirilerinin diğer



**Murat ULUS**  
Genel Müdür  
Takasbank A.Ş.

yatırım araçlarının getirileri ile karşılaştırılmasına da olanak sağlayacaktır. Ayrıca portal üzerinden Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'na yönlendirme yapılarak istenilen fona ait detaylı bilgileri içeren formlara ulaşılabilecektir.

Diğer taraftan üyelerimizin tanıtım faaliyetlerine katkıda bulunmak amacıyla, hiç bir ücret talep edilmeksizin, fon portalının ana sayfasında tüm Platform üyelerinin logolarının kayar bant şeklinde yer alması sağlanarak, logo üzerine tıkladığında kurumun internet adreslerine yönlendirilmesine ilişkin uygulama başlatılacaktır. Dileyen üyelerimiz kurumsal marka/logo kullandırma taahhütnamesini imzalamak suretiyle söz konusu uygulamaya dahil olacaktır.

“ İkili anlaşmalar çerçevesinde dağıtıcı kurum ile fon kurucuları arasında %35-%65 aralığında olmak şartıyla özel komisyon oranı belirleme imkanı sağlanarak, dağıtım kanalında hizmet sunacak olan yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri için yeni bir gelir imkanı doğmuştur. ”

Takasbank olarak sektörün menfaatleri gözetilerek, ücretler minimum düzeyde belirlenmiştir. Ayrıca maliyetlerin altında belirlenen söz konusu ücretler, ilave olarak 2015 yılı için %50 oranında indirimli olarak uygulanacaktır. Diğer taraftan Platforma üye olacak fonlar için kurucudan fon bazında alınan giriş aidatının, Platformun işleme başlayacağı tarihe kadar üye olacak fonlardan alınmamasına yönelik karar alınmıştır. Üyelerimizin bu olanaktan faydalanabilmesi için SPK'nın 7 Mart 2014 tarihli İlke Kararı kapsamında Platforma üye olma zorunluluğu getirilen fonlarının üyelik işlemlerini 9 Ocak 2015 tarihine kadar tamamlamaları, maliyetle karşılaşmamaları açısından büyük önem taşımaktadır.

Platformun faaliyete başlamasını takiben sektör katılımcılarının da desteğiyle Platformun farkındalığının artırılması amacıyla tanıtımlar ve etkinlikler yapılması hedeflenmektedir. Platformun sektörün ihtiyaçlarını en iyi şekilde karşılaması ve sürekli geliştirilmesi yönündeki çalışmalara devam edilecektir. Projenin bir sonraki aşamasında, platformun yurtdışındaki benzerleri ile entegre olması, böylece yurt içindeki fonların yurt dışında pazarlanabilmesi ve yerli yatırımcıların yurt dışı fonlara kolaylıkla ulaşabilmesinin sağlanması planlanmaktadır.

## Türk Varlık Yönetimi Sektöründe Zorluklar ve Fırsatlar

*Türk varlık yönetimi piyasası için tahminimiz, rekabetin artacağı yönünde. Yeni fon yasası, Takasbank tarafından kurulan Elektronik Fon Dağıtım Platformu yoluyla açık mimariyi ve üçüncü şahıs dağılımı destekler özellikler taşıyor. Bu gelişmenin yatırımcıları alternatif fon sağlayıcıları dikkate almaya yönlendireceğini düşünüyoruz.*

**S**ermaye Piyasası Kurulu (SPK) Türk varlık piyasası sektörünü Avrupa kurumsal standartlarına yaklaştırma amacıyla uzun vadeli bir program yürütüyor. Temmuz 2014'te çıkan yeni fon yasasının sektörün bütünselliğini sağlama ve yönetilen varlıklar (YV)'ın büyüklüğünü arttırmada destekleyici olacağını düşünüyoruz. Ancak, Avrupa piyasası ile karşılaştırıldığında bazı yapısal farklılıklar halen devam etmekte. Yeni mevzuat ve bu yapısal farklar bir arada düşünüldüğünde, Türkiye'de faaliyet gösteren varlık yöneticileri açısından bazı zorluklar ve fırsatlar ortaya çıkmakta olduğunu söylemek mümkün.

### Yönetilen Varlıklar

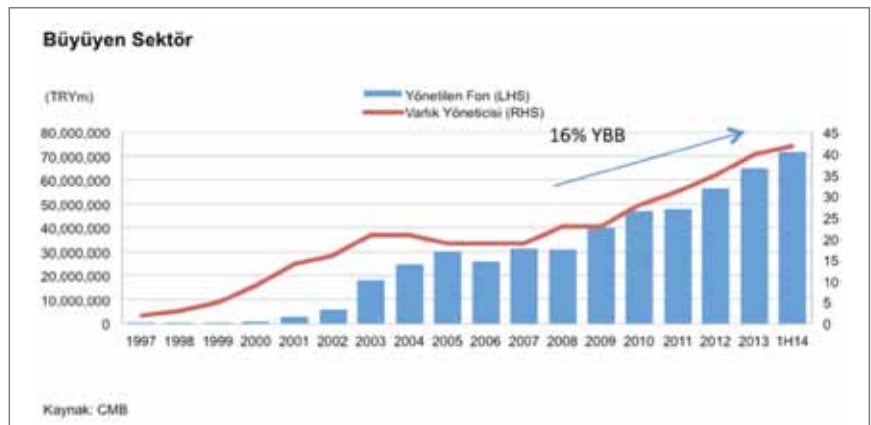
Türk varlık yönetimi piyasası güçlü bir büyüme kaydetti: 2008 ve 2013 yılları arasında yılda %16lık büyüme ile aynı dönemde %9 büyüyen Avrupa piyasasının önünde yer aldı; 2014 birinci çeyrekte %10 büyüme kaydedildi, aynı dönemde Avrupa %6 büyüdü. Emeklilik fonları



**Alastair Sewell, CFA**  
Kıdemli Direktör, Avrupa, Ortadoğu, Afrika ve Asya Pasifik Bölgesi Fon ve Varlık Yönetimi Şefi / Fitch Ratings

büyümede başı çaktı. Büyüme yılın geri kalanında aynı şekilde devam edebilirse, 2014 yılı toplam büyümesi önceki yılların oldukça üzerinde gerçekleşebilir. Haziran 2014 itibari ile yönetilen varlık büyüklüğü yaklaşık 72 milyar TL seviyesinde gerçekleşti.

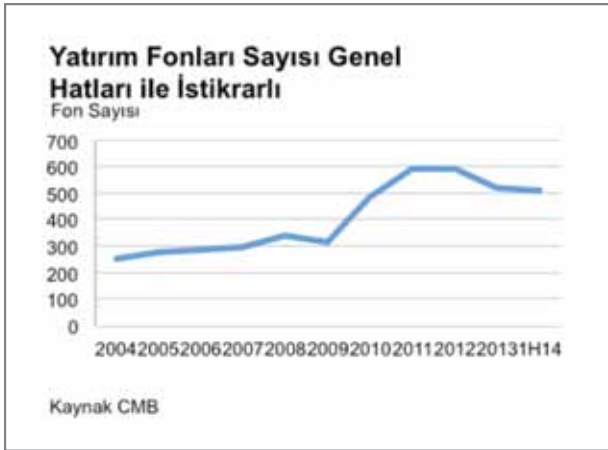
Ancak büyüme, eşit bir şekilde dağılmıyor: Rasyonel verileri, emeklilik fonlarında piyasanın yarısından fazlasının ilk üç firmanın yönetiminde olduğunu gösterirken, Lipper de menkul kıymet yatırım fonlarında ilk üç ismin payının yaklaşık yüzde elli olduğuna işaret ediyor. Yatırım



fonları sektöründe, ilk beş firmanın payının zaman içinde azaldığı ve piyasaya yeni girişlerle 2011'den beri 11 yeni firmanın da pazardan pay aldığını söylemek mümkün. Örneğin SPK, Haziran 2014 listesinde 41 portföy yönetimi şirketine ve üç uluslararası isme yer verdi.

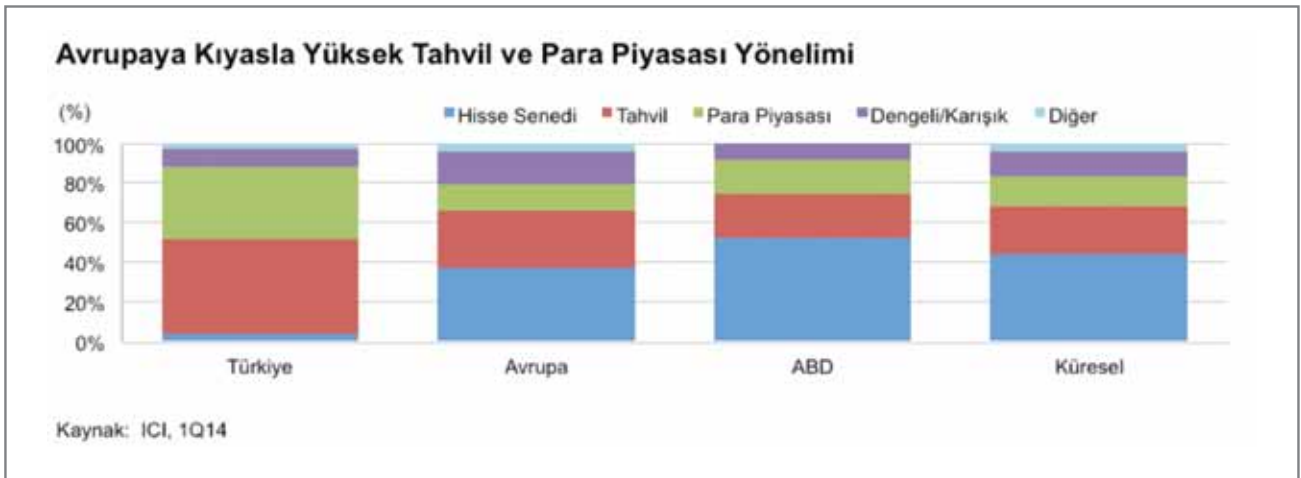
Yeni varlık yöneticilerinin gelişi, yeni yatırım fonlarının piyasaya sürülmesi sonucunu doğurmadı: 2014 birinci çeyrekte yaklaşık 500 yerli fonla faaliyet gösteren sektör, 2011'de toplam 590 fonla faaliyet gösterdiği zirve seviyesinin altında. Avrupa ile benzer şekilde sektör, ürün gamı rasyonalizasyonu ve iç verimliliğe odaklanmış bir şekilde, küçülme yoluna girmiş gibi görünüyor.

Avrupa, ABD ve küresel fonlarda söz konusu hisse senedi ağırlığından farklı olarak, sektör Türkiye'de



“ Yeni varlık yöneticilerinin gelişi, yeni yatırım fonlarının piyasaya sürülmesi sonucunu doğurmadı: 2014 birinci çeyrekte yaklaşık 500 yerli fonla faaliyet gösteren sektör, 2011'de toplam 590 fonla faaliyet gösterdiği zirve seviyesinin altında. Avrupa ile benzer şekilde sektör, ürün gamı rasyonalizasyonu ve iç verimliliğe odaklanmış bir şekilde, küçülme yoluna girmiş gibi görünüyor. ”

daha ziyade sabit getirili araçlar ve para piyasasına yönelmiş durumda. ICI 2014 birinci çeyrek verilerine göre, toplam fonlar içinde sabit getirili araçların payı %85 seviyesinde ki bu Avrupa ile karşılaştırıldığında iki misle karşılık geliyor. Dolayısı ile Türk fon yatırımcılarının – ve varlık yönetimi sektörünün- durasyon riskine maruz kalma ihtimalinin Avrupalı yatırımcılardan çok daha yüksek olduğunu söylemek mümkün.



## Rekabet

Türk varlık yönetimi piyasası için tahminimiz, rekabetin artacağı yönünde. Yeni fon yasaı, Takasbank tarafından kurulan Elektronik Fon Dağıtım Platformu yoluyla açık mimariyi ve üçüncü şahıs dağılımı destekler özellikler taşıyor. Bu gelişmenin yatırımcıları alternatif fon sağlayıcıları dikkate almaya yönlendireceğini düşünüyoruz. Türk yerel piyasasında en büyük fon sağlayıcılar banka destekli faaliyet gösteren firmalardan oluşuyor. Seçeneklerin artması, yatırımcıların bağımsız varlık yönetim şirketlerine yönelmesini sağlayabilir. Hali hazırda piyasada faaliyet gösteren şirketlerde, bir kısmını bağımsız varlık yönetim şirketlerinin oluşturduğu bir hareketlenme söz konusu. Diğer uluslararası varlık yöneticileri de burada faaliyete geçmeye başlayabilir. Ancak, perakende yatırımcı nezdinde baktığımızda, yatırım fonlarına ilginin hala düşük olduğu – yö-

netilen fon büyüklüğünde ciddi büyüme yaşanmasına rağmen yatırım fonlarına ilginin ve yatırımcı sayısının geriden geldiği görülmekte.

Geçen yıl alınan önlemler emeklilik fonu yönetim ücret ve kesintilerinde bir azalma sağladı ve bu sayede yönetilen fon büyüklüğünde %30'luk büyüme ve yatırımcı sayısında artış kaydedildi. Getirilen maliyet avantajlarının yatırım fonları alanında da benzer bir etki sağlaması mümkün olabilir. Diğer taraftan, yeni yasa ile performans bazlı ücret tahsilinin mümkün kılınması, (yönetim ücret ve kesintilerinde bahsettiğimiz düşüşlerle) maliyet anlamında yatırımcıya sunulan bir takım tasarruf ve avantajların etkisini azaltıyor olacak. Ancak yine de performans üzerinden alınan ücretler, fon sağlayıcı ve fon yatırımcısını aynı amaç ve çizgide buluşturması açısından etkili bir araç. Fon yöneticisi açısından bakıldığında ise sabitten ziyade değişken gelirlere bağımlı bir gidişata sebep olacaktır.

Yasa ile yatırım fonları için bir çatı yapı oluşturuluyor: Biz bu yapının yeni fonların girişı için kolaylaştırıcı etkisi olacağını düşünüyoruz. Bu sayede, sektörde süregelen net fon azalımı seyri de olumlu anlamında değişebilir.

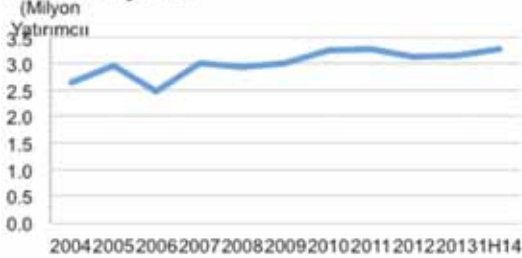
Varlık yöneticilerinin yeni mevzuata uyum için bir yıllık bir geçiş süresi olacak. Bu süre zarfında varlık yöneticilerinin faaliyet modellerini gözden geçirmeleri, yeni iş ilişkileri kurma ve yeni pazarlama stratejileri oluşturmaları gerekecek.

## Zorluklar ve Fırsatlar

Büyüyen ancak rekabetin hızla arttığı sektör, bazı

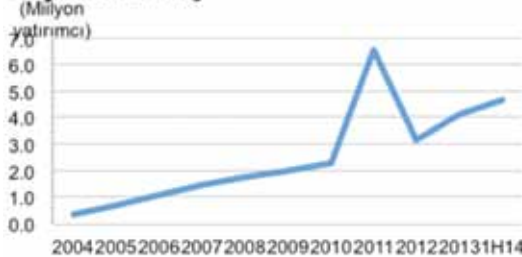
“Yasa ile yatırım fonları için bir çatı yapı oluşturuluyor: Biz bu yapının yeni fonların girişı için kolaylaştırıcı etkisi olacağını düşünüyoruz. Bu sayede, sektörde süregelen net fon azalımı seyri de olumlu anlamında değişebilir.”

### Yatırım Fonu Yatırımcı Sayısında Kısıtlı Büyüme



Kaynak: CMB

### Emeklilik Fonu Yatırımcı Sayısında Artış



Kaynak: CMB

“İyi yönetim ve kontrol yetkinliği gösteren varlık yöneticilerinin, piyasadaki büyüme ve mevzuattaki değişikliklerin sunduğu fırsatlardan en iyi yarar sağlayabilecek isimler olacağını düşünüyoruz.”

zorluklar ve fırsatlar sunuyor. Aktif bir şekilde yönetilen fonların yeterince etkin rekabet için kendilerini bir şekilde farklılaştırması ve ayrışması gerekecek.

Farklılaştırma farklı şekillerde sağlanabilir. Örneğin: uluslararası kurumsal yatırımcılar fon yönetim kurullarında bağımsız üye ile temsil, yatırım ve faaliyetler

anlamında risk yönetimi, ve tabii ki yatırım süreci ve yatırım sürecinin riske uyarlanmış getiri sağlayabilmesi gibi faktörlerle şekillenen yönetim kabiliyetine büyük önem veriyor. Bizim açımızdan da, varlık yöneticilerinin kredi notu değerlendirmesinde bu faktörler değerlendirme yönteminin temel taşlarını oluşturuyor. İyi yönetim ve kontrol yetkinliği gösteren varlık yöneticilerinin, piyasadaki büyüme ve mevzuattaki değişikliklerin sunduğu fırsatlardan en iyi yarar sağlayabilecek isimler olacağını düşünüyoruz.

Bilgi için:

Fitch: Turkey Fund Law Should Drive

Further Inflows, Competition, 17 Haziran 2014

Fitch: Turkey's Economic Rebalancing Becoming More Challenging, 11 Eylül 2014

Turkish Banks' External Debt and FC Liquidity, 3 Eylül 2014

Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş., 28 Mayıs 2014

Asset Manager Rating Criteria, 6 Mayıs 2014



## III CENTRAL & EASTERN EUROPE INVESTMENT CONFERENCE

Talking About A Brighter Future:  
The Road to Prosperity

7 November 2014, Istanbul, Turkey



[www.cceistanbul.com](http://www.cceistanbul.com)

REGISTER NOW

Gold Sponsors



Silver Sponsors



TV Media Sponsor



Exhibitor Sponsor



Accommodation Sponsor



Organization Firm



# PORTFÖY SAKLAMA HİZMETİ



## Portföy Saklama Hizmeti Avrupa Birliği ve Türkiye Uygulamaları

*Yatırım fonu kurmak ve yönetmekten sorumlu olacak portföy yönetim şirketleri, anlaşacakları portföy saklayıcı ile kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin sorumluluklarını paylaşacaklardır.*

**Ü**lkemizde “Portföy Saklama Hizmeti” bireysel ve kolektif yatırımcı açısından iki farklı hizmet olarak mütalaa

edilmektedir. İki farklı tebliğ ile düzenlenen söz konusu hizmet, nitelik olarak birbirine benzemekle birlikte, kapsam açısından kolektif saklama hizmeti Portföy Saklayıcıya ilave sorumluluklar yüklemektedir.

### **Bireysel Portföy Saklama Hizmeti**

Bireysel Portföy Saklama hizmeti, kolektif yatırım kuruluşlarına zorunlu hale getirilen ve yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nda tanımla-



nan "Portföy Saklama Hizmeti"ne kıyasla ülkemiz mevzuatında daha önce yer bulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul) tarafından 18.02.2003 tarihli Seri: V No: 61 sayılı Tebliğin 3. maddesi ile getirilen değişiklik ile Portföy Yönetim Şirketlerinin (PYS), tüm bireysel ve tüzel nitelikli müşterilerinin portföylerinin saklanabilmesi amacı ile "Portföy Saklama Kuruluşu" ile sözleşme imzalamak suretiyle, anılan kuruluşlardan hizmet alınması zorunlu hale getirilmiştir.

Seri: V No: 59 sayılı Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği Madde 5 ile portföy saklama kuruluşları; "şirket müşterilerine ait finansal varlıkların saklanması, kayıtlarının tutulması, varlık ve nakit hareketlerinin idaresi ve kontrolü faaliyetlerini yürüten ve 19 uncu maddede sayılan nitelikleri taşıyan bankalardır." olarak tanımlanmış ve

- ▶ Müşterilere ait varlıkların ayrı ayrı, müşteriye aidiyeti açıkça belli olacak ve kayıp ve hasara uğramayacak şekilde saklanmasını sağlamak,
- ▶ Belge ve kayıt düzenlerinde müşteri bazında varlıkları, hakları ve bunların hareketlerini düzenli olarak takip etmek,
- ▶ Hesabın açılmasını müteakip müşteriye hesapların açıldığı yerleri ve değişiklikleri bildirmek yükümlülükleri getirilmiştir.

Türkiye İş Bankası A.Ş., 1991 yılından itibaren sunmakta olduğu uluslararası saklama hizmeti bilgi birikimi ve tecrübesi ile portföy saklama hizmeti sunma kararı alarak, 21.02.2007 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu'na ilgili faaliyet bel-



gesini almak üzere başvurmuş ve sermaye piyasalarında bu hizmeti vermek üzere faaliyet belgesi alan ilk kuruluş olmuştur. Halihazırda %40'a yakın pazar payı ile sektörde lider konumunu sürdürmektedir.

### Portföy Saklama Hizmeti

Bilindiği üzere, 6.12.2012 tarih ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (Kanun) ile kolektif yatırım kuruluşları tanımlanmış ve portföy saklama hizmeti, kapsamı ve artan sorumlulukları ile sermaye piyasalarında yeni bir hizmet olarak yer bulmuştur.

Söz konusu düzenleme ile;

- ▶ Kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerindeki varlıklara ilişkin saklama hizmetinin AB düzenlemelerine uygun olarak tanımlanması,
- ▶ Portföy saklama hizmetinin bu konuda uzmanlaşmış kuruluşlardan alınması ile portföy varlıklarının saklanmasına, portföyün mevzuata ve fon içtüzüğüne uygun yönetilmesine ve fiyat açıklanmasına ilişkin mali sorumluluk, portföy saklama kuruluşlarına devredilmek-

te olduğundan portföy yönetim şirketlerinin daha düşük bir sermaye ile kurulmasına imkan sağlanması,

- ▶ Gerek portföy yönetim şirketlerinin gerekse portföy saklama kuruluşlarının ana faaliyet alanlarında uzmanlaşmasının teşvik edilmesi,
- ▶ Saklamaya ilişkin görev ve sorumlulukların portföy yönetim şirketinden ayrıştırılması ile fon portföyündeki varlıkların saklama mekanizmasının daha güvenli bir yapıya kavuşturulmasının hedeflendiği ifade edilmiştir.

### AB Uygulamaları

Kolektif Yatırım kuruluşları için AB çapında bir yasal çerçeve oluşturulan UCITS (Undertaking Collective Investment in Transferable Securities) Direktifleri'nde kurulan yapıda da, portföy yönetimi yapan şirket ile saklamacının fonksiyonlarının ayrıştırıldığı görülmektedir. Direktifte fon varlıklarının bir saklamacı kuruluş nezdinde saklanması zorunlu kılınmış, saklamacı yalnızca fon varlıklarının saklanmasından değil, fon adına yapılacak bütün operasyonel işlemlerden sorumlu kılınmış; ayrıca gözetim ve kontrol yükümlülüğü de saklamacıya verilmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun AB Müktesebatına uyum hedefi paralelinde, UCITS Direktifleri'nde kurgulanmış yapının benzeri Türk mevzuatına getirilmiştir.

### Türkiye Uygulaması

Kanun gereği Kolektif Yatırım Kuruluşlarının portföy saklama hizmetini yürüten bir Portföy Saklayıcısı ile sözleşme imzalaması ve portföylerini bu portföy saklayıcısında saklaması zorunlu kılınmıştır "III-56.1 Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuru-

# PORTFÖY SAKLAMA HİZMETİ

“ Kolektif Yatırım kuruluşları için AB çapında bir yasal çerçeve oluşturan UCITS (Undertaking Collective Investment in Transferable Securities) Direktifleri'nde kurulan yapıda da, portföy yönetimi yapan şirket ile saklamacının fonksiyonlarının ayrıştırıldığı görülmektedir. ”

luşlara İlişkin Esaslar Tebliği'nin beşinci maddesinin üçüncü fıkrasında belirtildiği üzere Portföy Saklayıcısı'nın yükümlülükleri;

- ▶ Yatırım fonları hesabına katılma paylarının ihraç ve itfa edilmesi işlemlerinin mevzuat ve fon içtüzüğü hükümlerine uygunluğunun,
- ▶ Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarının ihraç ve itfa edilmesi işlemlerinin mevzuat ve esas sözleşme hükümlerine uygunluğunun,
- ▶ Yatırım fonu veya değişken sermayeli yatırım ortaklığı birim katılma payı veya birim pay değerinin mevzuat ile fon içtüzüğü, izahname veya esas sözleşme hükümleri çerçevesinde belirlenen değerlendirme esaslarına göre hesaplanmasının,
- ▶ Mevzuat ile fon içtüzüğü, izahname veya esas sözleşme hükümlerine aykırı olmamak şartıyla, Şirket, değişken sermayeli yatırım ortaklığı ve yatırım ortaklığı talimatlarının yerine getirilmesinin,
- ▶ Kolektif yatırım kuruluşlarının varlıklarıyla ilgili işlemlerinden doğan edimlerine ilişkin bedelin uygun sürede aktarılmasının,
- ▶ Kolektif yatırım kuruluşlarının gelirlerinin mevzuat ile fon içtüzüğü, izahname veya esas sözleşme

hükümlerine uygun olarak kullanılmasının,

- ▶ Kolektif yatırım kuruluşlarının varlık alım satımlarının, portföy yapısının, işlemlerinin mevzuat, fon içtüzüğü, izahname veya esas sözleşme hükümlerine uygunluğunun sağlanması olarak belirtilmiştir. Portföy saklayıcısının yükümlülükleri göz önüne alındığında, fon değerlendirme tecrübesinin de portföy saklayıcısı açısından hayati önemde olduğu, söz konusu hizmeti de dışarıdan almak isteyen Portföy Yönetim Şirketleri için işlemleri yürüten Fon Hizmet Birimi 'nin de portföy saklayıcısı kuruluşun bünyesinde olmasının, tüm sektör için kaynakların etkin kullanımı ve de takas sisteminin sorunsuz çalışması açısından önemli olduğu görülmektedir.

Kolektif Saklama hizmetini ve değerlendirme hizmetini bir bütün olarak değerlendiren Türkiye İş Bankası A.Ş., %25'e yaklaşan yatırım fonları piyasa payı ve yatırım fonlarına ilişkin liderliğinden kaynaklanan bilgi birikimi ile uluslararası saklama ve bireysel portföy saklama konusundaki tecrübe ve teknolojik altyapısını birleştirerek, sektöre kolektif

saklama hizmeti sunma kararı almış, 23.05.2014 tarihinde Kurul'a başvurarak 17.07.2014 tarihi itibarı ile bu yetkiyi alan ilk bankalardan biri olmuştur.

## Temmuz 2015...

Mevzuatta belirtilen geçiş süresinin sona ereceği Temmuz 2015'den itibaren, Türkiye sermaye piyasalarında kolektif yatırım kuruluşları için yeni bir dönem başlayacaktır. Yatırım fonu kurmak ve yönetmekten sorumlu olacak portföy yönetim şirketleri, anlaşacakları portföy saklayıcı ile kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin sorumluluklarını paylaşacaklardır. Bununla birlikte, portföy saklayıcıları tarafından yerine getirilecek denetim ve kontrol faaliyetleri, kolektif yatırım kuruluşları için etkin bir izleme mekanizması getirerek yatırım fonu piyasasının gelişmesine katkıda bulunacaktır.

- 1 Kolektif yatırım kuruluşları: Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları
- 2 SPK'n Madde 56
- 3 6362 sayılı sermaye piyasası kanunu gerekçeleri
- 4 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 5, Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Madde 32
- 5 III-55.1 Portföy Yönetim Şirketleri Ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin esaslar tebliği Madde 14: Fon hizmet birimi asgari olarak, fon mubasebe kayıtlarının tutulması, nakit mutabakatlarının yapılması, katılma payı alım-satım emirlerinin kontrol edilmesi, gün sonlarında fon raporlarının, fonun mizan, bilanço, gelir-gider tablosunun hazırlanması gibi görevleri yerine getirir

# Yeni düzenleme sonrası ilk yetki alan aracı kurum Finansinvest oldu

*Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) bu yıl başında yürürlüğe giren portföy saklama hizmetlerini düzenleyen Tebliği'nin ardından, bu alanda Kurul'dan yetki belgesi alan ilk aracı kurum oldu.*

**G**eçen yıl SPK tarafından yayımlanan 'Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği'nin ardından portföy saklama hizmetlerine yönelik araştırma ve geliştirme faaliyetlerine hız kazandırdık. Bu süreçte tebliğin 'Portföy Saklayıcısı' olma şartları için gerekli olan teknik alt yapıyı hazırladık, ihtiyaç duyulan tecrübeye personeli Finansinvest kadrosuna dahil ettik, prosedürleri oluşturduk. Sonuç olarak, SPK'nın 'Portföy Saklayıcısı Yetki Belgesi' verdiği ilk aracı kurum olma özelliğini kazandık.

Yetki belgesiyle birlikte Finansinvest, Portföy Yönetim Şirketleri'nin kurucu veya yöneticisi olduğu tüm Kolektif Yatırım Kuruluşları ile Yatırım Ortaklıkları'nın portföylerinin saklama işlemlerini gerçekleştirebilecek.

SPK'dan yetki belgesini aldıktan sonra, kurumlarla görüşmelerimiz başladı. Anlaşma yaptığımız birkaç kurum bulunuyor, diğer kurumlarla da görüşmelerimiz devam ediyor. SPK dönüşüm süreciyle birlikte anlaşmalar da hız kazanacaktır. Anlaşma aşamalarında şimdiye kadar aksayan bir durumla karşılaşmadık. Uygulama başladığında da gerek



**Mansur Çelepkolu**  
Operasyon ve Mali İşler Genel Müdür  
Yardımcısı / Finansinvest

teknik alt yapımızın yeterli olması, gerekse tecrübeli personelimiz ile bir aksaklıkla karşılaşacağımızı düşünmüyoruz.

Finansinvest, sektörde birbirinden farklı birçok kolektif yatırım kuruluşuna kaliteli operasyonel hizmet vermektedir. Günümüz koşullarında, özellikle giderlerin azaltılması kolektif yatırım kuruluşlarının performansını da etkilemektedir. Kurum olarak, saklama hizmetlerinin yanında fon operasyon hizmeti de sunuyoruz.

Tebliğ, portföy hizmeti verecek kuruluşlara yüklenen sorumluluklar açısından değerlendirildiğinde, özellikle kolektif yatırım kuruluşla-

rının iç tüzük/esas sözleşme/tebliğ hükümlerine uygun yönetilmesinin kontrolü, nakit akış ve birincil/ikincil piyasa ve tezgah üstü işlemlerin takibi, açıklanan fiyatların kontrolü, saklama bakiyelerinin kontrolü, yatırım fonlarının vergisel anlamdaki sınırlamalarının kontrolü gibi konular ön plana çıkmakta ve bu konularda yatırımcıların aleyhine oluşacak zararlarda portföy saklama kuruluşları birebir ve/veya müteselsilen sorumlu olmaktadır. Bu düzenlemeler daha etkin bir kontrol mekanizması oluşturacağından yatırımcılar açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir. Portföy yönetimi açısından bakıldığında ise, yönetim giderlerinin doğru yönetilmesi ve portföy saklama dahilindeki operatif süreçlerin aksamaması için akışların hem sistemsel anlamda desteklenmesi, hem de portföy saklama kuruluşu ile doğru sinerjinin yakalanması önem kazanmaktadır.

Finansinvest, portföy saklama hizmeti kapsamında tüm ihtiyaçların uygun şekilde fiyatlandırılması ve buna paralel kaliteli hizmet verebilmek için fizibilite çalışmaları yapmış, sistemsel ve insan kaynağı konusunda yaptığı yatırımlar ile öncü olmuştur. Vizyon ve misyonu doğrultusunda öncü olmaya da devam edecektir.

## Smart Beta ve Yapı Kredi A Tipi Koç Şirketleri İştirak Fonu

### Smart Beta Nedir?

Smart Beta kısaca, fon yönetiminde karşılaştırma ölçütü olarak şirketlerin piyasa değerine göre ağırlıklandırıldığı BİST100 ve BİST30 gibi konvansiyonel endeksler yerine, hisse ağırlıklarının daha farklı kriterlere göre seçildiği endekslemeler ve bu endeksleri karşılaştırma ölçütü olarak kullanan stratejiler için kullanılan genel bir tabir olarak değerlendirilebilir.

Bu endekslerde şirketler eşit ağırlık, sınırlandırılmış ağırlık, volatiliteye göre ağırlık, göreceli daha eşit sektörel dağılımların olduğu ağırlıklar, temettü verimine göre ağırlıklar, satışlara göre ağırlıklar, üretilen nakit büyüklüğüne göre ağırlıklar, defter değerine göre ağırlıklar ve büyümeye göre ağırlıklar gibi çeşitli metodlar izleyebilir. Aslında piyasa değerine göre ağırlıklandırma dışındaki bir metodla oluşturulan tüm endeksler, bir bakıma Smart Beta tanımına girmektedir.

Burada ana hedef, konvansiyonel endeksten daha iyi performans göstereceğini düşündüğünüz bir endeksi seçmek ve sonrasında bu endeks üzerinde bir alfa sağlama çalışmak yerine, bu endeksin konvansiyonel endeks üzerindeki üstünlüğü ile ekstra performans hedeflemektir.

Bu konuda yapılan akademik çalışmaların basında sıkça yer almasıyla, (bunlardan birinde bir maymunun rastgele yaptığı seçimlerle bile



**Mehmet Özgür Karabağ**  
Dağıtım Kanalları Satış  
Koordinasyon Yönetmeni  
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

konvansiyonel endekslerin üzerinde getiri elde edebildiği gösteriliyor ) son birkaç yılda Smart Beta stratejili yatırım fonlarının ve borsa yatırım fonlarının ABD piyasasında en revaçta olan ürünlerden olduğunu söyleyebiliriz. Konu ile ilgili detaylı analizler için Cass Business School akademisyenlerinin Aon Hewitt sponsorluğunda yazdıkları makaleler takip edilebilir.

Gelişmeler göstermektedir ki, Smart Beta stratejisi özellikle hisse ağırlıklı fonlar için önemi giderek artan ve bundan sonra da önemli olmaya devam edecek ve sektörün vazgeçilemeyecek bir parçası olacaktır. Bunun yanında her yeni trendde yaşadığımız gibi bu konuda da beklentileri karşılamayacak ürünler olacaktır.

### Yapı Kredi A Tipi Koç Şirketleri İştirak Fonu ve Fonun Karşılaştırma Ölçütü

Yukarıda bahsettiğimiz Smart Beta stratejisine, uzun senelerdir hayatta olan Yapı Kredi A Tipi Koç Şirketleri İştirak Fonu bir örnek olarak gösterilebilir. Fon'un Karşılaştırma Ölçütü Reuters Koç Şirketleri Endeksidir. Bu endeks içerisinde Koç Grubunun BİST'te işlem gören 12 iştirakinin her birinin ağırlığı birbirine eşittir. Bu endeks bir Smart Beta örneği olarak düşünülebilir, çünkü endekste ağırlıklar piyasa değerlerine göre değil, eşit ağırlıklı olarak değerlendirilmiştir.

“ Smart Beta stratejisi özellikle hisse ağırlıklı fonlar için önemi giderek artan ve bundan sonra da önemli olmaya devam edecek ve sektörün vazgeçilemeyecek bir parçası olacaktır. Bunun yanında her yeni trendde yaşadığımız gibi bu konuda da beklentileri karşılamayacak ürünler olacaktır. ”

Rasyonet verilerine göre, Türkiye'de son beş senedir hayatta olan 100 adet A Tipi Fon mevcuttur. Bunların içerisinde Koç Şirketleri İştirak Fonu performansı ile 3'üncü sırada yer almaktadır. Fonun büyüklüğü de göz önüne alındığında, özellikle 2009 sonrası etkileyici bir relatif performansı olduğu söylenebilir.

Peki Koç İştirak Fonu performansının ne kadarını Smart Beta'ya borçlu diye bakarsak, bunu görmek için eşit ağırlıklandırmanın performans etkisine bakmamız gerekmektedir.

## Fon'un Performansında Smart Beta'nın Etkisi

Hisse	5 Sene Önceki Piyasa Değeri (mio TL)	5 Senelik Toplam Getiri (%) *
TTRAK	384	1.161,65
OTKAR	300	480,97
FROTO	3.123	360,27
TOASO	1.880	340,77
ARCLK	2.835	253,50
KCHOL	9.612	214,86
TUPRS	5.634	174,94
AYGAZ	1.272	144,98
MAALT	48	53,75
YKBNK	13.737	49,19
YKGYO	59	17,93
TATGD	373	8,16
<b>Ortalama Getiri</b>		<b>271,75</b>
<b>Piyasa Değerine Göre Ağırlıklı Ortalama Getiri</b>		<b>178,12</b>

Kaynak: Bloomberg

\* 5 Senelik Toplam Getiriler 11 Eylül 2009-12 Eylül 2014 arasında temettü ödemelerinin hisselerine geri yatırıldığı varsayımıyla hesaplanmıştır. Bloomberg'in "TRA" fonksiyonu kullanılmıştır.

Sonuç olarak yukarıdaki tabloda da görebileceğimiz gibi, 12 Koç Grubu Şirketinden oluşan bir portföyde hisseler piyasa değerlerine göre ağırlıklandırılmış olsaydı portföyün toplam getirisi %178 olurken,

hisselerin eşit ağırlıklandırıldığı bir portföyde getiri %272 olarak hesaplanmaktadır. Buradan da anlaşılabilir gibi eşit ağırlıklandırma, Koç İştirak Fonunun geçmiş beş senede performans olarak öne çıkmasında önemli bir faktör olarak görülmektedir.

## Çıkarımlar

BİST-100 ve BİST-30, banka ağırlığı diğer ülkelerin ana endekslerine göre çok daha yüksek olan endekslerdir. Bankacılık sektörünün göreceli performansı da bu endekslerin getirilerini önemli oranda belirlemektedir. Önümüzdeki dönemde bankacılık sektörü eğer göreceli olarak genel endeks üzerinde bir performans göstermeyecekse, Smart Beta stratejileri daha da anlamlı hale gelecektir.

Bankacılık Endeksi'nin bundan sonraki göreceli performansı ayrı bir çalışma konusudur ama aşağıda Koç İştirak Fonunun BİST-100 ile son 10 yıllık karşılaştırmalı grafiği bundan sonrası için de bir fikir verebilir.

Aslında aşağıdaki grafik durumu iyi özetlemektedir, faizlerin belli bir platoya oturduğu 2009 senesinden sonra özellikle Koç İştirak Fonu'nun öne geçmeye başladığını görüyoruz. Bu tarihlerden sonra sektörel anlamda daha geniş dağılımın faydası görülüyor.

Sonuç olarak Smart Beta stratejileri ülkemizde yeterince üzerine eğilmemiş bir konudur. Fakat bu stratejiyle gözle görülür bir fark yaratmış bir örnek olarak Koç İştirak Fonu önümüzde durmaktadır. Özellikle Emeklilik Fonları tarafında hisse senedi piyasasının gerçek potansiyelinden yatırımcıları faydalandırabilmek için, daha geniş sektörel dağılımların olduğu ve göreceli küçük ama büyüme potansiyeli büyük şirketlerin ağırlığının konvansiyonel endekslere göre daha yüksek olduğu endekslere ihtiyacımız vardır.

Son Söz: Endeksinden Şüphesi Olmayan Performansından Şüphesi Olmaz!



Kaynak: Rasyonet

## Türkiye İş Bankası B-Tipi Global Borsalar Yabancı Menkul Kıymet Fonu (TMG)

**T**MG fonu, yatırımcıların dünya genelinde, sektörde ve coğrafyasında lider konumda olan şirket hisselerine yatırım yapabilmesi amacı ile kurulmuştur. Bu çerçevede, içeriği anlaşılabilen, uygulanabilirliği yüksek ve takip edilmesi kolay olan ve kuruluş amacıyla bağdaşan BBC Global 30 Endeksi, fonun karşılaştırma ölçütü olarak tercih edilmiştir. Fonun stratejisi ve yönetim anlayışı da, bu endeksin kapsamı ve vizyonu bağlamında oluşturulmaktadır. Dolayısıyla fonun içeriğini ve performans parametrelerini anlamak bakımından, bu endeksin yapısını incelemekte fayda bulunmaktadır.

BBC Global 30 Endeksi, küresel hisse senetleri piyasalarını Amerika kıtası, Avrupa ve Asya olarak üçe ayırmakta ve küresel çapta en önemli gördüğü 10 sektör belir-



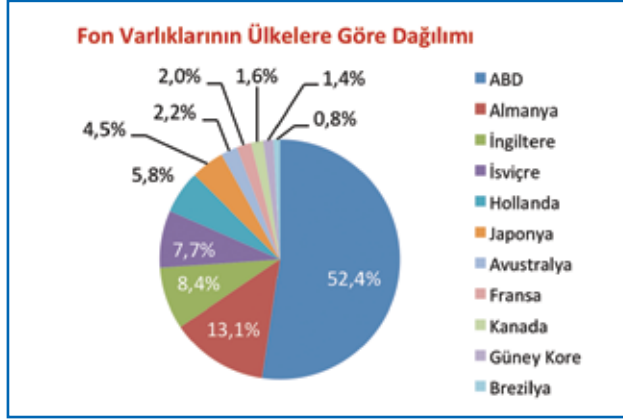
leyerek, her bir coğrafyada ilgili sektörde halka açık piyasa değeri en yüksek şirketi endekse dahil etmektedir. Bu bakımdan ilgili hisse senedi seçimleri şu şekilde oluşturulmaktadır:

Her yarıyılın sonunda, portföydeki şirketler gözden geçirilerek, sektördeki ve coğrafyasındaki liderlik konumunu kaybeden şirketlerin hisse senetleri endeks kapsamında çıkarılarak, yeni lider şirket dahil edilir. Endeks, küresel makroekonomik gelişmelere bağlı dalgalanmalar sonucunda bazı sektörlerde görülebilecek aşırı değerlenme ve değer yitirme gibi durumlarda (bankacılık, petrol ve gaz, temel hammaddeler vb.) da, her sektörde ve coğrafyadan yalnızca bir şirketi dahil etmesi nedeni ile, sadece piyasa büyüklüğüne göre seçim yapan daha geniş kapsamlı küresel endekslere göre (MSCI World Index vb.) çok daha dengeli bir sektörel dağılıma sahip olmakta, bu açıdan daha çeşitlendirilmiş ve riski düşük bir endeks olarak öne çıkmaktadır. Hali hazırda dünyanın en büyük 3'üncü şirketi Google'ın endekse dahil olamaması bu durumun en göze çarpan örneğidir.

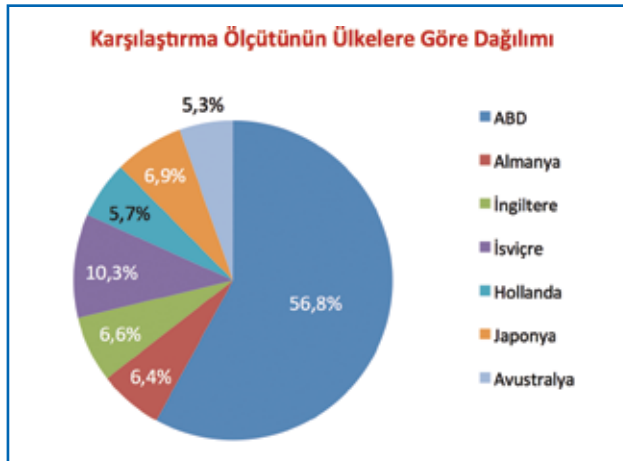
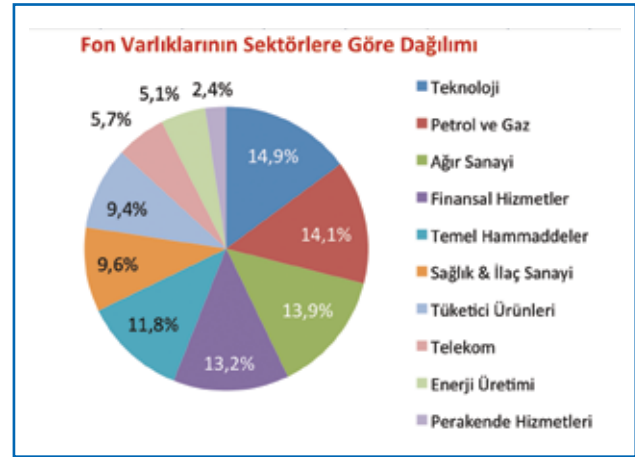
TMG fonu aktif yatırım stratejisi ile yönetilmektedir. Fona, karşılaştırma ölçütünde yer almayan ancak bölgesel ve sektörel olarak ağırlığı yüksek hisse senetleri de, portföy yöneticisinin tercihi doğrultusunda dahil edilebilir. Ayrıca piyasa dalgalanmalarına göre, fondaki hisse senedi oranı %51 ile %100 oranları arasında değiştirilebilir. Hisse senetlerine yönlendirilmeyen varlıklar, yalnızca ters repo piyasasında değerlendirilmektedir. TMG fonunun Eylül ayı sonu itibarı ile

	Amerika	Avrupa	Asya
<b>Petrol ve Gaz</b>	Exxon Mobil	Royal Dutch Shell	Woodside Petroleum
<b>Temel Hammaddeler</b>	El du Pont de Nemours	Bayer	BHP Billiton
<b>Ağır Sanayi</b>	General Electric	Siemens	Hutchison Whampoa
<b>Hızlı &amp; Dayanıklı Tüketici Ürünleri</b>	Procter & Gamble	Nestle	Toyota Motor
<b>Perakende Hizmetleri</b>	Wal-Mart Stores	Inditex	Sands China
<b>Sağlık &amp; İlaç Sanayi</b>	Johnson & Johnson	Roche Holding	Takeda Pharmaceutical
<b>Telekom</b>	AT&T	Vodafone	Softbank Mobile
<b>Enerji Üretimi</b>	Duke Energy	Electricite de France	Korea Electric Power Commonwealth
<b>Finansal Hizmetler</b>	Berkshire Hathaway	HSBC Holdings	Bank of Australia
<b>Teknoloji</b>	Apple	SAP	Canon

içindeki yabancı menkul kıymetlerin sektörel ve coğrafi dağılımı aşağıdaki şekilde olmuştur:



Fonun ülkesel dağılım bakımından, BBC Global 30 endeksine göre bir miktar daha çeşitlendirilmiş bir portföyü tercih ettiği söylenebilir. TMG fonunun ve karşılaştırma ölçütünün sektörel dağılımları ise aşağıda gösterilmiştir:



Türkiye İş Bankası B-Tipi Global Borsalar Yabancı Menkul Kıymet Fonu, küresel hisse senetleri piyasasında seçim yaptığı kriterler bakımından, ülke, sektör ve döviz kuru açısından çeşitlendirilmiş bir portföye sahiptir ve fonun taşıdığı hisse senetleri temettü ödeyen, kurumsal yönetim ilkelerine uyan, güçlü mali yapıya ve küresel büyüme trendinden üst düzeyde faydalanabilecek imkanlara sahip şirketlerden oluşmaktadır. Fon, yatırım yaptığı şirketlerin yerleşik bulunduğu hisse senedi borsalarındaki (New York, Frankfurt, Paris, Amsterdam vb.) esas hisse senetlerine yatırım yapmaya özen göstermekte, orijinal hisse senedine ulaşamadığı durumlarda ise depo sertifikaları (ADR, GDR) aracılığı ile yatırımlarını yönlendirmektedir.

#### Türkiye İş Bankası B-Tipi TMG

**Fonun Adı:** Türkiye İş Bankası B-Tipi Global Borsalar Yabancı Menkul Kıymet Fonu (TMG)

**Kuruluş Tarihi:** 09/01/2013

**Fon Büyüklüğü (30 Eylül 2014 itibarı ile):** 8.420.671,22 TL

**Mevcut Karşılaştırma Ölçütü:** %90 BBC Global 30 Endeksi + %10 KYD Brüt Ters Repo Endeksi

The slow one now  
Will later be fast  
As the present now  
Will later be past  
The order is rapidly fadin'  
And the first one now will later be last  
For the times they are a-changin'

"Bob Dylan'ın "The Times They Are a-Changin'"  
(1964) adlı parçasından alıntı"

## Değişen Dünya: Son Elli Yılın Özeti

1964, küresel ekonominin ikinci dünya savaşından sonra en hızlı büyüdüğü yıllardan biri olarak tarihte yerini aldı. İkinci dünya savaşının ardından, 1950'li yıllarda gerçekleşen yeniden yapılandırma çabaları sonucu, Avrupa ve Asya güçlü bir şekilde büyümekte; 1960'larda dünya ekonomisinin üçte birini oluşturan Amerikan ekonomisi o zamana kadar olan en uzun ekonomik genişleme periyodunu yaşamaktaydı. Dünya ekonomisi son yarım yüzyılda, 1960'ların başında hayali bile zor olan değişikliklere tanık oldu. Kronik kalkınma sorunları yaşayan bazı düşük gelirli ülkeler hızla gelişerek küresel büyümeye en çok katkı yapan oyuncular oldular. Bilim ve teknolojiadaki ilerlemeler ve hızlı küreselleşme dünya ekonomik düzeninde yapısal değişikliklere yol açtı. Peki, dünya ekonomisi 1964'ten bu yana nasıl değişti? Bu soruyu, son elli yıldaki büyük değişiklikleri özetleyerek cevaplamaya çalıştık.

### Yeni Teknolojiler

Eğer bu yazıyı 1964 yılında yazıyor olsaydık, bilgisayar yerine daktilo kullanacak, araştırmamız için de dergi ve



**M. Ayhan Köse**  
Direktör,  
Dünya Bankası



**Ezgi Ö. Öztürk**  
Araştırma Görevlisi,  
Uluslararası Para Fonu

kitapların basılı kopyalarından yararlanacaktık. Kullandığımız istatistikleri bir araya getirmek ve grafik üzerinde göstermek için haftalarca uğraşmamız gerekecekti. Şu an okuduğunuz derginin kopyalarını da sizlere ulaştırmak yine haftalarca sürebilirdi.

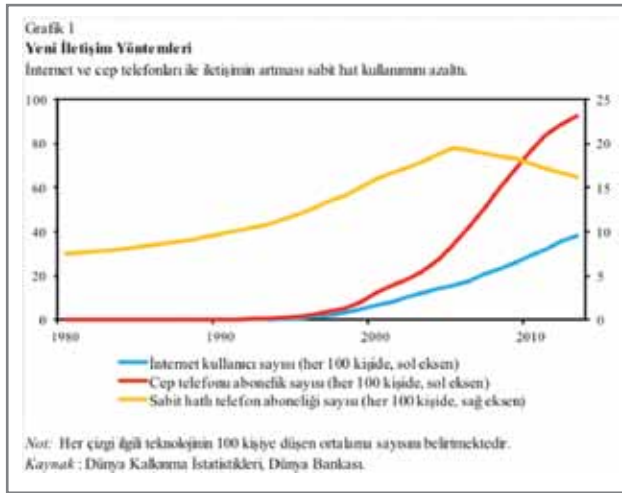
Teknolojik gelişmeler sayesinde bugün, bilgi kaynaklarına anında ulaşabiliyor, yeni edindiğimiz bilgileri de dünyanın



geri kalanıyla saniyeler içinde paylaşabiliyoruz. İletişim ve ulaşım teknolojilerindeki hızlı dönüşüm pek çok farklı alanda inovasyonlara yol açarak çalışma sistemimizde kökten değişikliklere neden oldu, üretkenliği arttırdı ve de uluslararası ticaret ve finans alanlarındaki bağlantıları kuvvetlendirdi.

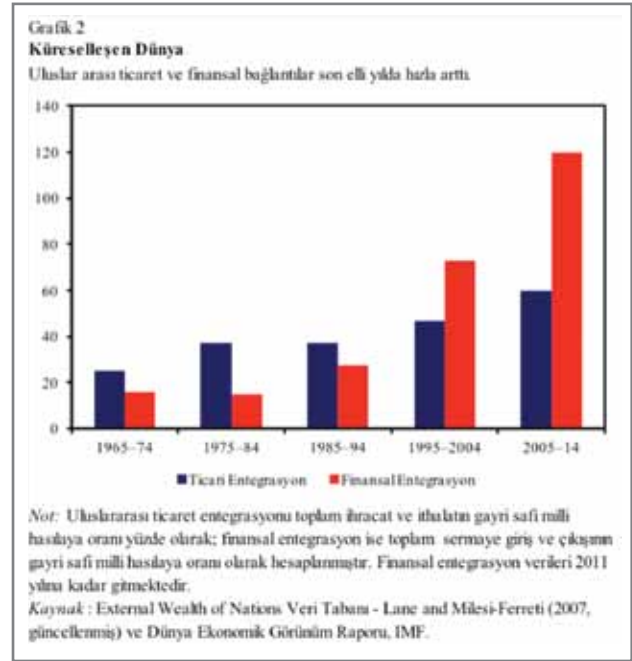
Bilgisayar ve mobil haberleşme teknolojilerindeki gelişmeler iletişim sektöründe devrim niteliğinde değişikliklere yol açtı. 1965 yılında ticari başarı sağladığı düşünülen, ancak toplama ve çarpma gibi basit işlemleri yapabilen bir bilgisayarın enflasyondan arındırılmış fiyatı 135,470 dolardı. Bugün ise kapasitesi geçmişteki bu bilgisayarın kapasitesinden milyonlarca kez yüksek olan bir akıllı telefonun fiyatı 600 doların altında.

İnternet, hayatımıza girdiği 1991 yılından bu yana, iletişimi farklı bir boyuta taşıdı. İnternet kullanımındaki hızlı artış ve mobil iletişimin ucuz ve erişilebilir olması insanları, şirketleri ve hatta ülkeleri birbirine yakınlaştırdı. 1980 yılında, her bir milyon insana ancak beş cep telefonu aboneliği düşerken, bugün bu rakam dokuz yüz binlerin üzerine çıkmış durumda. Bu hızlı gelişmeler pek tabii ki eski iletişim yollarını da ortadan kaldırmakta. Örneğin sabit hat aboneliği sayısında dünya genelinde son on yılda kayda değer bir gerileme yaşandı (Grafik 1).



## Hızlı Küreselleşme

“Dünya küresel bir köydür.” Bu cümle 1964 yılında pek bir şey ifade etmiyordu. Ticari ve finansal bağların kuvvetlenmesi olarak tanımlanan küreselleşme sayesinde, bu cümle zaman içinde bir klişeye dönüştü (Grafik 2). Geçtiğimiz

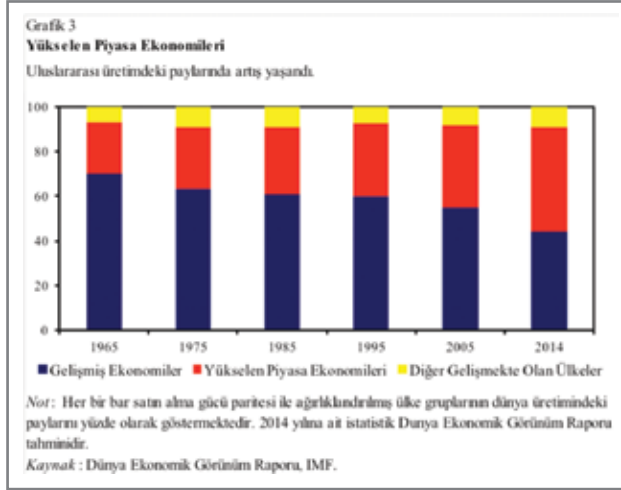


elli yıl uluslararası ticaret hacminde, yönünde ve de yapısında köklü değişikliklere yol açtı. Liberalleşen ticari politikalar neticesinde mal ve hizmetlerin uluslararası ticareti hızla arttı. Toplam ihracat ve ithalatın küresel üretime oranı 1965 yılında yüzde 22 iken, bugün yüzde 62 seviyesine ulaştı. Uluslararası finans alanında yaşanan değişimler ise çok daha çarpıcı. Bugün, finansal sistemlerini yabancı yatırımcılara açmış olan ülke sayısı 50 yıl öncesinin tam üç katı. Küresel finansal varlıkların toplamı 1970 yılında ancak 250 milyar dolar civarında iken, bugün neredeyse 70 trilyon dolara ulaştı.

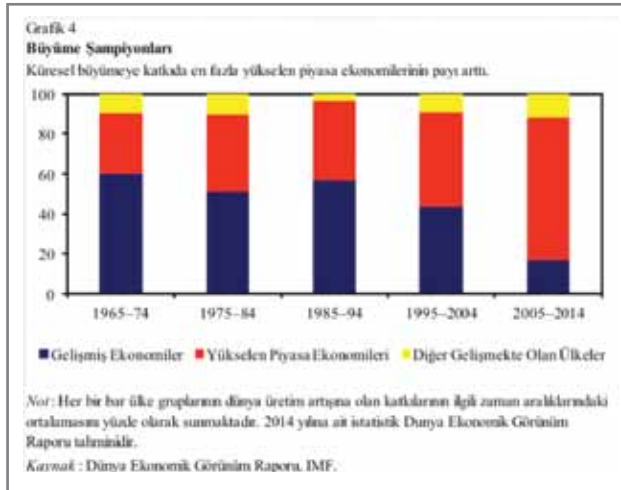
## Yeni Küresel Aktörler

Geçtiğimiz elli yılın büyük bir kısmında iki kutuplu bir dünya ekonomisinden bahsetmekteydik. Bir uçta gelişmekte olan, tarım ürünleri ve hammadde ürünleri ticareti yapan çoğunlukla oldukça fakir Güney ülkeleri, diğer uçta ise dünya ticaretinin büyük bir kısmının yürütüldüğü, endüstriyel üretimin yapıldığı, zengin ve gelişmiş Kuzey ülkeleri vardı. Fakat 1980'lerin ortalarından itibaren, bugün yükselen piyasa ekonomileri diye gruplandırdığımız Güney'deki bazı ülkeler sıra dışı bir ivmeyle büyüyerek, küresel ekonomiye hızlı bir şekilde entegre olmayı başardılar.

Dünya nüfusu ve işgücündeki payları son elli yılda çok değişmese de, bu yükselen piyasa ekonomileri başka birçok açıdan dünya ekonomisinde varlıklarını hissettirir oldular. Yarım asırda grup olarak bu ülkelerin dünya



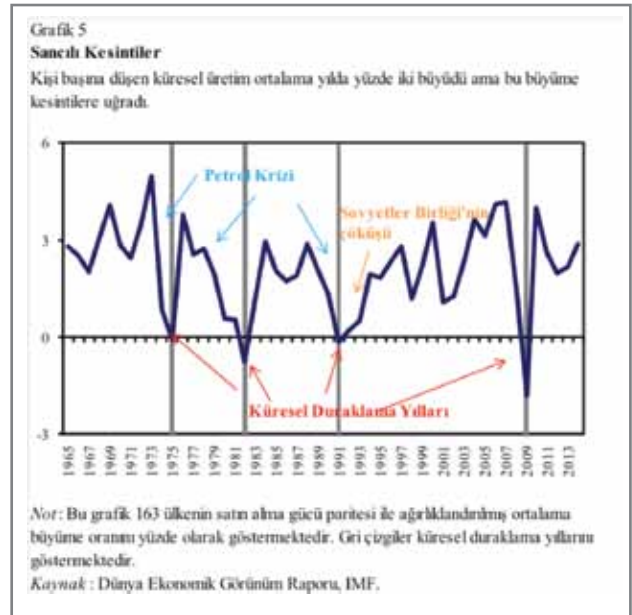
gayri safi milli hâsılasındaki payları neredeyse iki katına çıkırdı (Grafik 3). Küresel ekonomik büyümeye katkıları 1965-74 yılları arasında yüzde 30 civarındayken, bugün yüzde 70'in üzerine yükseldi (Grafik 4).



Bu süre zarfında, bazı yükselen piyasa ekonomileri diğerlerinden çok daha üstün bir performans göstermeyi başardılar. Örneğin, Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'deki büyüme son on yıldaki küresel büyümenin yarısını oluşturmaktadır. Bugün Çin dünyanın ikinci, Brezilya ise yedinci en büyük ekonomisi. 1970 yılında Çin sekizinci, Brezilya ise on altıncı sıradaydılar. En büyük yirmi ekonomi listesi bugün Güney Kore ve Endonezya gibi daha önceden sıralamanın çok gerisinde kalan ülkeleri de içermekte.

## Küresel Büyümede Sancı Kesintiler

Dünya ekonomisi bugün yarım asır öncesinin tam altı katı büyüklüğünde. Geçtiğimiz elli yıl içinde küresel ekonomi ortalama yılda yüzde dört civarında büyümüş olsa da, bu büyüme kesintisiz olmadı. Bir çok ülkede büyüme finansal krizlerle sekteye uğrarken, küresel büyüme de zaman zaman kesintilere uğradı. 1960'lardan sonraki her on yılda bir dünyada küresel ekonomik duraklama yaşandı (Grafik 5). 1975, 1982, 1991, ve 2009 yıllarında dünyadaki kişi başına düşen gelirden azalma yaşanırken, küresel faaliyetin birçok boyutunda eş zamanlı düşüşler gözlemlendi.



Küresel duraklama dönemleri birçok ülkede ciddi ekonomik ve finansal kesintilerle aynı anda gerçekleşti. 1975 duraklamasını petrol fiyatlarındaki hızlı artış tetiklerken, 1982 duraklamasında 1979'daki bir diğer petrol krizinin yanı sıra Amerikan Merkez Bankası'nın yüksek enflasyon ile mücadelesi ve Latin Amerikan ülkelerinin borç krizleri rol oynadı. 1991 küresel duraklaması da pek çok ulusal ve küresel sebebe dayanmasına rağmen, genel olarak küresel kimlik kazanmasını birçok yerel ekonomik sorunun diğer ülkelere transfer edilmesine borçlu. Amerika Birleşik Devletleri, Japonya ve bir çok İskandinav ülkesindeki finansal çalkantılar, Avrupa ülkelerinin döviz kuru oranlarında yaşadığı krizler, Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesi ve de Sovyetler Birliği'nin çökmesi bu sorunlardan sadece bir kaçı. 2009 yılına gelindiğinde yaşanan küresel ekonomik duraklamanın

ardında ise 2007'de Amerika Birleşik Devletleri'nde patlak veren finansal krizin hızla tüm gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomilerine yayılması yatıyor.

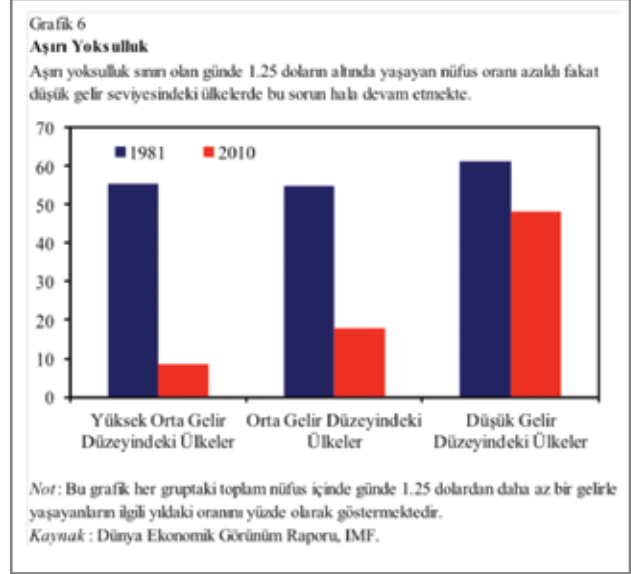
Her bir küresel duraklama periyodu sadece bir yıl sürmesine rağmen, bıraktıkları insani ve sosyal yaralar çok daha uzun ömürlü oldu. Milyonlar işlerini kaybetti, işyerleri kapandı, finansal piyasalar sarsıldı. En son yaşanan küresel ekonomik duraklama 1930'ların Büyük Buhranından bu yana yaşanan en derin kriz olarak tarihte yerini aldı. Dünya genelinde işsiz sayısı 2007'den 2009'a kadar geçen süre zarfında yüzde 20 artarken, 2009 yılında 83 milyon genç insan işsiz olarak kayıtlara geçti. Küresel ekonomi, özellikle işgücü piyasaları, aradan geçen bunca yıla rağmen bugün hala 2009 duraklamasının derin izlerini taşımakta.

## Yoksulluk ve Eşitsizlik

1965 yılında 3 milyar olan dünya nüfusu, 2013 yılında 7 milyara ulaştı. Fakat küresel ekonomi dünya nüfusundan çok daha hızlı bir şekilde büyüyerek, ortalama bir dünya vatandaşına çok daha iyi standartlarda bir yaşam vaat etmekte. Her ne kadar ortalama bir dünya vatandaşı elli yıl öncesine göre çok daha zengin olsa da, küresel büyümenin getirdikleri eşit bir şekilde paylaşılmadı. Yoksulluk ve gelir eşitsizliği kronik problemler olmaya devam etti.

Birleşmiş Milletler, 2000 yılında sunduğu Binyıl Kalkınma Hedefleri doğrultusunda aşırı yoksulluk seviyesini 2015 yılında 1990'daki seviyesinin yarısına indirmeyi hedefliyordu. Bu hedef her ne kadar beş yıl öncesinden tamamlanmış olsa da, aşırı yoksulluk birçok düşük gelirli ülkede yaygın olarak hala görülmekte. 1981 yılında hem üst-orta ve hem de düşük gelir seviyesindeki ülkelerde yaşayan nüfusun yarısı aşırı yoksulluk sınırı olan günde 1.25 dolardan daha az bir gelire yaşamaktaydı. 2011 yılına gelindiğinde üst-orta gelir seviyesindeki ülkeler bu oranı azaltmayı başarmışken, düşük gelirli ülkelerde bu oranda sadece küçük bir değişim oldu (Grafik 6). Küresel ölçekte, çoğunluğu Afrika ve Güney Asya'da olmak üzere, bir milyardan fazla insan halen aşırı yoksulluk içinde yaşıyor.

Gelir eşitsizliği de birçok ülkede hızla artmakta. Pek çok gelişmiş ve yükselen piyasa ekonomisinde en yüksek yüzde birlik gelir diliminde yaşayanlar, bugün gayri safi milli hasıladan daha büyük pay almakta. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nde en zengin yüzde birlik nüfus, ulusal gelirin 50 yıl önce yüzde sekizine sahipken bugün yüzde on sekizine sahip.



## Geçmişten Geleceğe Bakış

Dünya 1964'ten beri pek çok büyük değişime sahne oldu. Nefes kesen teknolojik gelişmelere paralel yaşanan uluslararası entegrasyon, dünyayı kelimenin tam anlamıyla küresel bir köye dönüştürdü. İki kutuplu dünyadan, yükselen piyasa ekonomileri sayesinde çok kutuplu küresel ekonomiye geçiş yapıldı. Dünyanın birçok yerinde yaşam standartları hızla yükseldi. Fakat hala finansal krizlere daha iyi cevap verecek makroekonomik ve finansal politikaların yanı sıra, yoksulluk ve eşitsizlik sorunlarıyla baş edecek mücadele yollarına ihtiyacımız var.

Son küresel ekonomik krizin ertesinde dünyanın ekonomik geleceği ile ilgili pek çok fikir beyan ediliyor. Bazıları gelişmiş ülkelerin yetersiz ekonomik politikalar neticesinde durağan bir periyoda sürükleneceğini savunurken, diğerleri ise bugünün inovasyonlarının geçmişteki buluşların çok gerisinde kaldığına vurgu yaparak, geçmişte yaşanan hızlı ekonomik büyümenin artık bir hayal olacağını düşünmekte. Daha olumlu bir diğer görüşe göre ise, dünya ekonomisi önümüzdeki yıllarda hızlı ve sağlıklı bir şekilde büyüyecek güçlü bir potansiyele sahip. Bu beklenti, inovasyonlar, doğru politikalar ve de dinamik yükselen piyasa ekonomilerinin sayesinde dünyanın bu potansiyeli ortaya çıkarabilmesiyle gerçekleşecektir.

Geçtiğimiz yarım asırda yaşanan gelişmeleri hiç kimse doğru bir şekilde öngöremedi. Aynı şekilde, önümüzdeki elli yılda ne olacağı doğru bir şekilde tahmin edilemez. Fakat, bir tahmin her zaman doğru olacak: akrep yelkovanı kovaladıkça, dünya ekonomisinin değişimi devam edecek!

## Cari Açık Düşmeden Faiz ve Enflasyon Kalıcı Olarak Düşmez

Enflasyonun düşmeyişiinin nedeni yüksek faizler değil, cari açık nedeniyle bir kaç yılda bir ani yükseliş gösteren döviz kurları ve %5 enflasyon hedefine tam inanç oluşmamasıdır.



**T**ürkiye'de faiz-enflasyon ilişkisine çıplak gözle bakılınca, sanki faizler artıp daha sonra enflasyona yansıyor gibi bir algı oluşabilir.

Mesela 2011 ve 2013 gibi yabancı sermaye girişinin azaldığı dönemlerde piyasada günlük oluşan döviz kurları ve faizler hızla yükselir. Aylık açıklanan enflasyon ise takip eden aylarda yükselmektedir.

Yani enflasyonun düşmeyişiinin nedeni yüksek faizler değil, cari açık nedeniyle bir kaç yılda bir ani yükseliş gösteren döviz kurları ve %5 enflasyon hedefine tam inanç oluşmamasıdır. Döviz kurlarında yaşanan %25'lik artış yıllık enflasyona 2009, 2011 ve 2013 yıllarında %3 ek katkı yapmıştır. Yıllık zam gören mal ve hizmetlerde yıllık zamların %5'ten ziyade %10 civarında yoğunlaştığını

çeşitli anekdotlarla gözlemliyoruz. Son 12 yılda Türkiye'de, güçlü mali istikrar ve düşük küresel faizlerin yardımıyla enflasyon ve faizler birlikte geriledi. Son bir kaç yılda ise enflasyon %7-8'de takılınca, faizler de %9-10 seviyesinde takıldı. Bir sonraki aşama enflasyonu %4-5'e, faizleri %5.5-6'ya indirmek olmalı. Bunun için sadece para politikası ve bütçe disiplini yeterli olmuyor. Türkiye'nin yüksek cari açığının neden olduğu döviz kuru dalgalanmalarını azaltması gerekiyor. Bunun için ise Türkiye, uluslararası alanda rekabetçi ürün ve şirketler yaratabilmelidir. Bu konuda en güzel örnek Samsung, LG, Hyundai ve Kia gibi dünya şirketleri çıkaran Güney Kore'dir. Güney Kore'nin cari fazlası 90 milyar Dolar, enflasyonu %2; faizleri ise %3 seviyesindedir. Başbakan Yardımcısı Ali Babacan'ın "elden gelen öğün" diye tanımladı-

ğı cari açık, bu sene 46 milyar Dolar (milli gelirin %5.7'si) civarında olacak. Doğru yönde gitmekle birlikte bu cari açık oranı hala yüksektir ve Türkiye'yi "elden gelen öğüne" muhtaç etmektedir. Türkiye için sürdürülebilir dengeyi cari açıda %3-4 civarında görmekteyiz. Buraya ulaştığımızda faiz ve enflasyon kalıcı olarak düşebilecektir.

### Kredi Notunun Ekonomik ve Siyasi Boyutu

Fitch, 3 Ekim'de Türkiye'nin kredi notunu değiştirmede. Yatırım notu için iki derecelendirme kuruluşunun notu gerektiği için, şimdi görünümü negatiften tutan Moody's'in Aralık'taki kararı kritik önemde. Bize göre Moody's esas olarak bir ekonomik bir de siyasi kritere göre karar verecek:

**1) Ekonomik Kriter - Cari açığın seyri:** Irak ve Suriye ihracat pazarlarındaki kayıp, cari açıktaki düzelmeyi



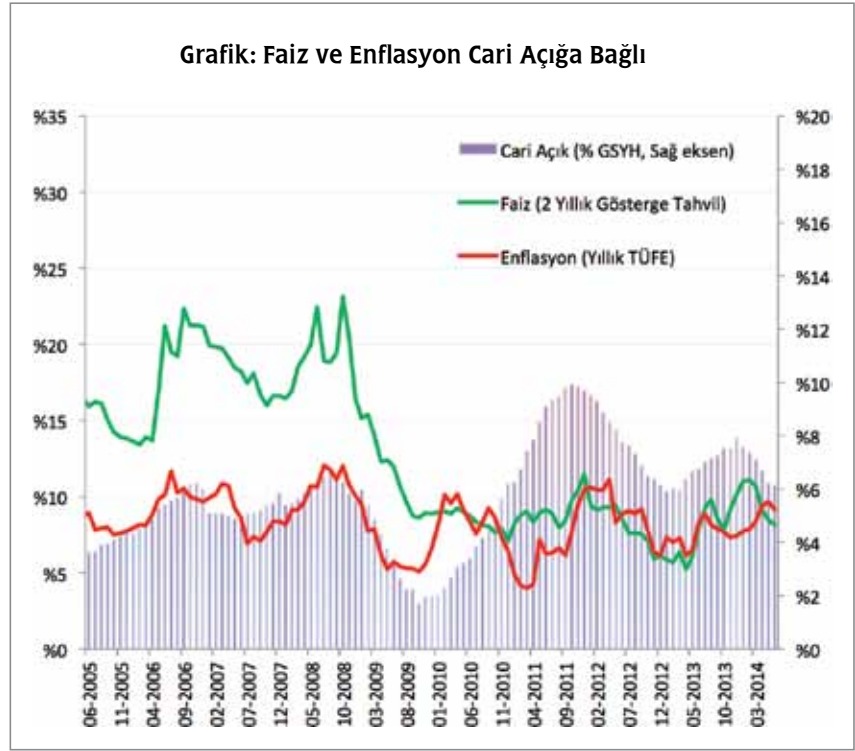
**Mehmet Gerz**  
Genel Müdür, CIO  
Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

Haziran itibarı ile sekteye uğratmaya başladı. Buna mukabil Rusya'ya gıda/ hayvancılık ürünleri satışının başlaması ve petrol dahil emtia fiyatlarında gerileme Türkiye'nin lehine geliyor. Moody's, dengenin ne yöne gittiğini Eylül-Kasım arası gözlemleyip Aralık'ta kararını olgunlaştıracak.

**2) Siyasi Kriter – TCMB bağımsızlığı:** Kredi kuruluşlarının bahsettiği siyasi risk, seçimler ve sonuçları olarak algılandı. Oysa siyasi risk ile daha geniş anlamda hukukun üstünlüğü, kurumların bağımsız ve sağlıklı işleyişi kastediliyor. En bariz gösterge olarak TCMB para politikası ve hükümetin buna ilişkin tavır, önümüzdeki aylarda mercek altında olacak.

### Türkiye-Endonezya-Hindistan Kredi Notu Karşılaştırması

Kredi notuna ilişkin siyasi içerikli açıklamalar, ekonomiden ziyade politika alanına girer. İş dünyası ve yatırımcıların somut analizlere bakması daha yararlı olacaktır. Türkiye gibi seçim sürecinden geçen iki Asya ülkesine bakarsak bazı dersler çıkartabiliriz. Hindistan ve Endonezya'nın kredi notu aynı Türkiye gibi BBB (-), yani yatırım yapılabilir seviyenin en alt bareminde bulunuyor. Bu seviyeden notu düşen "yatırım yapılabilir"



liginden "yatırım yapılamaz" ligine düşecek. Büyüklük sırasına göre Hindistan, Türkiye ve Endonezya demografik (nüfus) özellikleri nedeniyle, uzun vadede en fazla yatırım çekecek gelişmekte olan ülkeler arasında görülürken, kısa dönemde "kırılgan" dış finansman yapıları nedeniyle iki arada bir derede bulunuyorlar.

Bu üç ülke arasında kredi notu en kritik olan Türkiye; zira nota ilişkin ilk işaret olan görünüm Türkiye için "negatif". Hindistan ve Endonezya için ise istikrarlı anlamında "durağan". Türkiye'nin diğer iki ülkeye göre zayıf tarafı daha yüksek bir cari açığı olması. Ancak bütçe dengesinde Türkiye Hindistan'dan çok daha iyi; Endonezya ile benzer konumda. Kısacası rakamsal açıdan Endonezya daha iyi durumda; Türkiye ile Hindistan ise benzer sayılır.

Rakamların ötesinde ise Hindistan'ın Merkez Bankası politikası Türkiye'ye göre daha bağımsız bir görüntü veriyor. Hindistan ve Türkiye benzer makro problemlerle başa çıkma-

ya çalışıyor: Yavaşlayan büyüme ve %8-9'larda ısrar eden enflasyon. Ancak para politikası tepkisinde önemli bir fark var: Türkiye'de Merkez Bankası politika faizini %10'dan %8.25'e kadar indirirken; Hindistan'da Merkez Bankası politika faizini son bir yılda %7.25'ten %8.00'e çıkardı. TCMB Başkanı gibi ekonomi profesörü olan Hindistan Merkez Bankası Başkanı Rajan, Hindistan hükümetinin ekonomiyi büyütmeye ihtiyacına rağmen, enflasyonu kontrol altına alabilmek için faizleri konjonktürel olarak yükseltme özgüvenine sahip.

Hindistan örneğinden hareketle Türkiye'nin bağımsız bir merkez bankası politikasına ve ekonomide uzun vadeli yapısal reformlara ağırlık vermesi en doğru stratejidir. Bu anlamda, ekonomi yönetimi 2015-2017 Orta Vadeli Program'ında açıklanan cari açık ve enflasyonu düşürme önceliklerine sadık kaldığı ölçüde Aralık'ta kredi notu düşüş riski azalacaktır.

Son Söz: "Elden gelen öğün olmaz; o da vaktinde bulunmaz." (Türk Atasözü)

## Serbest Fonlar

### Şeffaflığın ve Yatırım Stratejisinin Önemi



*Yüksek risklilik düzeyi ve sadece nitelikli yatırımcılar tarafından yatırım yapılabilir olmaları nedeniyle serbest fonlar, diğer yatırım fonları kadar şeffaf değillerdir. Bu eksiklik serbest fonların pazarlama aktivitelerini de zorlaştırmaktadır.*

**S**ermaye Piyasası Kurulu'nun VII-10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğine 22/09/2006 tarihinde yapılan ekleme ile Serbest Fon kurulmasına izin verilmiş,

ancak ilk Serbest Fonun kurulması kararın ardından üç yıl sürmüştü, Haziran 2009'da gerçekleşmiştir. Günümüzde ise 36 adet serbest fon bulunmaktadır. 2013 yılı içerisinde hızlı bir büyüme ivmesi kazanan serbest fonlar Eylül

2013 itibarıyla 2012 yıl sonundaki toplam büyüklüğünün yaklaşık üç katına, 710.9 milyon TL'ye ulaşmıştır. Ancak yurtiçi piyasalardaki belirsizliklerin artması, risk iştahındaki gerileme, peş peşe gelen kayıplar ve parasal sıkılaşma nedeniyle fon-



**Ödül Çengel**  
Yönetim Kurulu Başkanı  
Odifin Stratejik Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

lardan çıkışlar oluşmuş, yılın son çeyreğinde %19.8'lik bir küçülme kaydederek, toplam büyüklüğü 569.7 milyon TL'ye gerilemiştir. 2014 sene başından itibaren ise %9.6'lık bir büyümeyle 561.2 milyon TL tutarındaki büyüklüğe ulaşan serbest fonlar, Eylül 2014 itibariyle toplam yatırım fonlarının %1.66'sını oluşturmaktadır.

Yatırım stratejisini ve limitlerini içtüzüklerinde rahatça belirleyebilme özelliğine sahip olan serbest fonlar, bu nedenle varlık yatırımları

“ 2014 sene başından itibaren %9.6'lık bir büyümeyle 561.2 milyon TL tutarındaki büyüklüğe ulaşan serbest fonlar, Eylül 2014 itibariyle toplam yatırım fonlarının %1.66'sını oluşturmaktadır. ”

olarak oldukça esneklerdir. Ayrıca yatırım fonlarının tabi olduğu piyasa riski, yoğunlaşma riski, kaldıraç oranı gibi pek çok sınırlamaya tabi değillerdir. Fonun risklilik düzeyini oldukça artıran bu özellikleri nedeniyle Serbest Fonlar, sadece nitelikli yatırımcılar tarafından satın alınabilmektedir. Bu sınırlama, fonlara olan talebin sınırlı bir yatırımcı bazı tarafından oluşmasına neden olmakta ve dolayısıyla sektörün büyümesi yönündeki en büyük engellerden birini teşkil etmektedir.

Yüksek risklilik düzeyi ve sadece nitelikli yatırımcılar tarafından yatırım yapılabilir olmaları nedeniyle serbest fonlar, diğer yatırım fonları kadar şeffaf değillerdir. Bu eksiklik serbest fonların pazarlama aktivitelerini de zorlaştırmaktadır. Ağır-lıklı olarak ayda bir fiyat açıklayan serbest fonların varlık dağılımları ile ilgili açıklamalar oldukça sınırlıdır.



Fon muhasebesi türev işlemlerin piyasaya göre ayarlama yöntemi ile değerlemesini yapmamakta, türev ürünlerinden gelen pozisyonların büyüklükleri görüntülenememekte, ve bu nedenle bu fonların aldıkları risk faktörleri net olarak takip edilememektedir. Sonuç olarak, serbest fonların türev pozisyonları ve bu pozisyonlardan gelen kaldıraç etkileri net olarak ölçülememektedir. Ancak geri kalan varlık dağılımına baktığımız zaman serbest fonların ağırlıklı olarak, %43.56 oranında, Özel Sektör Tahvillerine yatırım yaptıklarını görüyoruz. Devlet Tahvillerindeki %3.5 ve eurobondlardaki %19.68 oranındaki yatırımlarıyla toplam Sabit Getirili Menkul Kıymetler alokasyonları %66.74 seviyesindedir. Geçtiğimiz dönemlerde serbest fonların getirileri diğer yatırım fonlarının getirileri ile kıyaslandığı zaman daha dalgalı olmuş ve aksine daha düşük bir performans sergilemiştir. 2011 yılında sadece



# SEKTÖR ANALİZİ

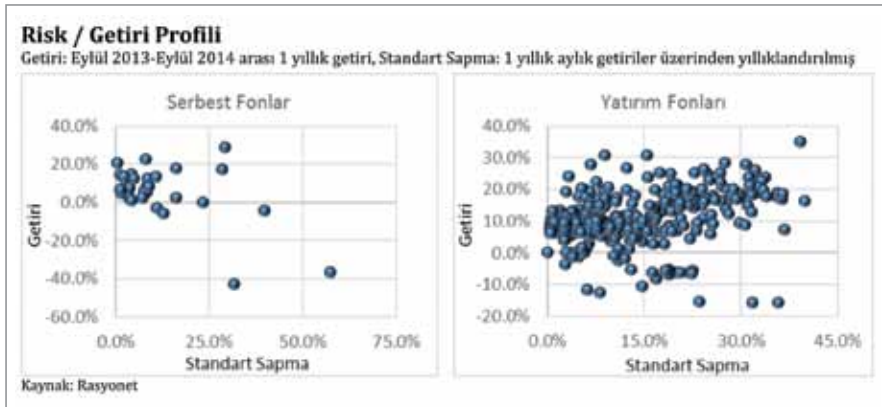


dört serbest fonun olduğu dönemde ortalama olarak %9.37 değer kaybeden serbest fonlar, 2012'de %6.04 ve 2013'te %8.44 değer kazanmıştır. 2014 yılı başından itibaren %5.63 dönem getirisi bulunan fonların yıllıklandırılmış getirisi ise %8.10'dur. Yatırımcılar açısından bakıldığında zaman Hazine faiz oranlarının %10,80 - %11,50 civarında olması, Özel Sektör Tahvil getirilerinin ise %13.00 - %14.00'lere ulaşması bu dönemde serbest fon yatırımlarının cazip olabilmesi için getiri ortalamalarının bunun oldukça üzerinde, alınan volatilité riskini anlamlı kılacak bir seviyede seyretmesi gerekliliğini oluşturmaktadır. Alı-

nan risklere göre getirilerin düşük olması ve en önemlisi, yüksek oynaklık göstermesi yatırımcıların bu fonlara ilgisini törpülemektedir. Ayrıca fonlama vadelerinin kısa olması serbest fonların uzun vadeli yatırım stratejisi oluşturmalarına engel olmaktadır. Belirledikleri yatırım stratejileri gereği bu fonların piyasalardaki volatiliteden etkilenmeden değer yaratabiliyor olmaları için, fon çıkışlarının sınırlandırılması gerekmektedir. Ancak uygulama aşamasına geçtiğimizde Türkiye'de, ihraç edilen serbest fonların büyük bir kısmında bu tarzda bir uygulamanın mevcut olmadığını görüyoruz. Mevcut serbest fonlarda

çıkış dönemleri genellikle birkaç günden başlayıp bir aya kadar ulaşabilmektedir. Yurtdışı örneklerine baktığımız zaman bu sürelerin iki yıla kadar çıkabildiğini görüyoruz. Yerel yatırımcı algısının çıkış dönemlerinin kısa olması konusunda büyük bir etkisi bulunmaktadır. Uzun vadeli yatırım yapma kültürü Türkiye'de yeni yeni yerleşmektedir. Geçmiş dönemlerde serbest fonlardaki volatilitenin çok yüksek olması nedeniyle yatırımcılar temkinli yaklaşmakta ve bu fonlardan istedikleri an çıkabilmek istemektedir. Yatırım vadelerindeki bu belirsizlik, fonların daha uzun vadeli yatırım dönemleri gerektiren fon stratejilerini uygulamasını olanaksız kılmaktadır. Sektörün gelişimi nitelikli yatırımcı algısının değişmesine, fon elde tutma sürelerinin uzamasına ve bunun sonucunda fonların değer yaratan yatırım stratejileri ile alternatif yatırım araçlarından ayrışabilmelerine bağlıdır. Pazarlama aktivitelerini güçlendirecek olan bu uygulamalar aynı zamanda güveni artırarak yatırımcı talebini destekleyecektir. Ancak yatırımcı algısının değişmesi vakit olacaktır. Bu nedenle zaten büyümenin oldukça yavaş olduğu Yatırım Fonları sektöründe, serbest fonların payı çok hızlı bir artış göstermeyecektir.

“Yatırım stratejileri gereği bu fonların piyasalardaki volatiliteden etkilenmeden değer yaratabiliyor olmaları için, fon çıkışlarının sınırlandırılması gerekmektedir.”







## PARASAL GENİŞLEME VE KIRILGAN BEŞLİ

Ülkeler arası faiz farklarından yararlanarak getiri hedefleyen yatırım stratejisine çoktandır aşınayız. Özellikle 2000’li yılların başından itibaren Japonya ekonomisini canlandırmak için uygulanan parasal genişleme politikası “quantitative easing” ile Japonya’da sıfır seviyelerini gören faizlerin, uluslararası oyuncuların iştahını kabarttığı bir gerçek. Sonucunda, “yen carry trade” adıyla bilinen ve Türkiye’de de fazlasıyla aşına olduğumuz bu en basit uluslararası yatı-

rım stratejisi, ülkeler arası sermaye akışının önemli tetikleyicilerinden biri. Uluslararası yatırımcının, kısa vadede, söz konusu kur değişimlerinin uluslararası faiz farkını aşamayacağı öngörüsü temelinde hareket ettiği ve kur değişimleri üzerine oynanan bir kumar olarak da tanımlanan bu stratejinin, orta vadede (ortalama getiri olarak) yatırımcının yüzünü güldürdüğü de elimizdeki verilerden biri. Fakat eldeki diğer bir veri ise, faizin yüksek olduğu ülkelerde, büyük sermaye hareketlerinin önlenemez baskısı altında değerlenen kurun, ters yönde sert sermaye hareketle-



**Yrd. Doç. Dr. Mehmet Gökhan Gökten**  
Okan Üniversitesi Finansal Riskleri Araştırma  
ve Uygulama Merkezi - OKFRAM

riyle aşırı değer kaybedip olası bir döviz krizini tetiklemesi. Küresel finansal kriz sonrası, FED tarafından uygulamaya konulan ve Japonya'da uygulanan politikanın muadili olarak görebileceğimiz parasal genişleme politikası (monetary easing) ile birlikte Amerika'da 2009 başı itibarıyla bankalar arası gecelik borçlanma faizleri yıllık bazda %0.14 seviyesini gördü. Bunun doğal sonucu olarak, Japonya ile karşılaştırılmayacak ölçüde büyük sermaye akışlarının, özellikle gelişmekte olan ülkelerde uzun bir müddet sıcak para baharı yaşattığı bir gerçek. FED'in 22 Mayıs 2013 tarihli finansal varlık alımlarının azaltılacağı, 18 Aralık 2013 tarihli parasal genişleme politikasının terk edileceği açıklamalarını ise gelişmekte olan ülkelerdeki para birimlerinin dolar karşısında sert değer kayıpları izledi. Sonuç olarak, özellikle yüksek cari açığıyla başta Türkiye olmak üzere, kısa vadeli sermayeye ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler, uluslararası yatırımcının likiditeye kaçışından oldukça muzdarip. İlerleyen zamanlardaki en büyük tehlike ise döviz piyasalarında daha sert düzeltme hareketlerinin bir ekonomik krizi tetiklemesi.

Bütün bunlara ek olarak, uluslararası yatırımcının yüksek oranda beklentiyi satın almış olması teselli ise hâlâ oldukça yüksek seyreden risk primlerinin, (2008, 2009 yıllarına oranla görece azalmış olsa da) giderek azalan vadelerde sermaye giriş çıkışına engel teşkil etmemesi olasılığı nedeniyle hafifletici bir sebep olarak görülmeyebilir. Bu sebeplerden dolayı, önümüzdeki süreç hakkında (2014 ve

sonrası) değerlendirmede bulunabilmek adına, 2008 yılı ile FED'in 22 Mayıs 2013 tarihli açıklamasına kadar geçen süreyi incelemek faydalı olabilir.

Tabloda, 2008 yılı başından 2013 yılı birinci çeyrek sonuna kadar geçen sürede, dolar ile borçlanıp kırılgan beşli olarak adlandırılan piyasalara yatırım yapan ve pozisyonunu haftalık ve üç aylık sürelerle yenileyen yatırımcının elde ettiği ortalama getiriler gösterilmekte.

Uluslararası yatırımcı açısından bakıldığında, haftalık ve üç aylık ortalama getirilerin pozitif olması (Türkiye haricinde), bu beş ülkeye gerçekleşen yatırımdan oluşturulacak basit bir portföyün orta vadede kazançlı bir hamle olduğunu göstermekte. Diğer taraftan, daha önemlisi, bu durum 2008-2013Ç1 dönemi boyunca bu beş ülkenin büyük miktarda fonlandığının da açık bir göstergesi. Başka bir ifadeyle, orta vadede kazanan yatırımcıyla anlamamız gereken, ortalamada döviz piyasası düzeltme hareketlerinin faiz farklarına baskın çıkamadığı gerçeğidir ki, bu da

yatırımcının doğal olarak yatırım stratejisinde ısrarcı olduğunu gösterir. Tabloda ayrıca, yatırımcının 2008-2010 sonu ve 2011-2013Ç1 arası olmak üzere iki ayrı dönemde haftalık ve üç aylık getirileri görülebilir. Her iki dönem haftalık ve üç aylık getirileri incelendiğinde, ikinci dönem getirilerinin birinci döneme oranla sert bir şekilde düştüğü, hatta Türkiye, G. Afrika ve Hindistan'da negatif getirilerin ortaya çıktığı görülmekte. Bunu, fonlamanın esas olarak 2010 sonuna kadar yoğun bir şekilde devam ettiği, 2011 sonrası ise uluslararası yatırımcının büyük olasılıkla beklentiler çerçevesinde yavaş yavaş likiditeye kaçışı olarak yorumlayabiliriz.

Burada önemli olan noktalardan biri ise, her iki dönem yıllık bazda ortalama faiz farklarını karşılaştırdığımızda ortaya çıkmakta. Birinci döneme göre, ikinci dönem risk priminin sadece Türkiye ve G.Afrika'da gözle görülür bir şekilde azalması, her iki ülke yatırımcısının ikinci dönem negatif ortalama getirisine bir nebze açıklık geti-

“ Özellikle yüksek cari açığıyla başta Türkiye olmak üzere, kısa vadeli sermayeye ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkeler, uluslararası yatırımcının likiditeye kaçışından oldukça muzdarip. İlerleyen zamanlardaki en büyük tehlike ise döviz piyasalarında daha sert düzeltme hareketlerinin bir ekonomik krizi tetiklemesi. ”

rebilir. Fakat her iki dönemde de Brezilya ve Endonezya'da aynı kalan ve dahası Hindistan'da artan ortalama faiz farkları (haftalık olarak %4.59'dan %7.90'a) ikinci dönem (2011-2013Ç1) büyük oranda azalan ortalama getiri için farklı bir açıklamada bulunmamızı gerektiriyor. Elimizdeki veri bizi, söz konusu ülkelerde ikinci dönem süresince gerçekleşen önemli politik ya da

makroekonomik değişimlerden bağımsız olarak, uluslararası yatırımcının 2013 sonrası beklentiyi satın aldığına yönelik bir açıklamaya zor da olsa itebilir. Bu durum tablonun sonunda görülen 2008 başı ve 2013Ç1 itibarıyla meydana gelen faiz farklarına bakarak da güçlendirilebilir. Dahası, 2013 birinci çeyrek sonunda Amerika'da bankalar arası gecelik faizlerin hâlâ % 0.16

gibi çok düşük bir seviyede olması tezimizi güçlendirebilir nitelikte. Fakat yine de net bir çıkarımda bulunmak oldukça güç. Bütün bunlara karşın, önümüzdeki sürece yönelik, belki de daha net ifade edebileceğimiz asıl mesele, Amerika'da artan faizin, risk primi oldukça azalmış G. Afrika ve özellikle Türkiye piyasaları için doğuracağı olası daha büyük sorunlar olarak gözükmüyor.

#### Haftalık ve Üç Aylık Dolar Carry Trade Getirileri (%)

	HAFTALIK				
	Türkiye	Brezilya	G.Afrika	Hindistan	Endonezya
	<b>2008-2013Ç1</b>				
Ortalama Getiri	-0.006	0.156	0.027	0.002	0.101
En Düşük	-8.248	-10.966	-9.826	-4.136	-8.977
En Yüksek	7.425	8.170	11.110	3.458	6.504
Haftalık Ortalama Faiz Farkı (Yıllık Bazda)	7.068	9.678	5.200	5.999	5.613
	<b>2008-2010</b>				
Ortalama Getiri	0.025	0.241	0.176	0.004	0.158
Haftalık Ortalama Faiz Farkı (Yıllık Bazda)	9.404	9.788	6.381	4.590	6.395
	<b>2011-2013Ç1</b>				
Ortalama Getiri	-0.047	0.044	-0.170	-0.001	0.027
Haftalık Ortalama Faiz Farkı (Yıllık Bazda)	3.943	9.534	3.639	7.900	4.637
	ÜÇ AYLIK				
	Türkiye	Brezilya	G.Afrika	Hindistan	Endonezya
	<b>2008-2013Ç1</b>				
Ortalama Getiri	-0.190	1.996	0.141	0.072	1.220
En Düşük	-17.960	-15.301	-17.518	-7.321	-12.449
En Yüksek	11.085	21.864	23.680	7.450	15.654
Haftalık Ortalama Faiz Farkı (Yıllık Bazda)	7.201	9.412	5.046	6.689	5.196
	<b>2008-2010</b>				
Ortalama Getiri	0.644	3.266	1.828	0.223	2.054
Haftalık Ortalama Faiz Farkı (Yıllık Bazda)	9.482	9.642	6.255	5.340	6.353
	<b>2011-2013Ç1</b>				
Ortalama Getiri	-1.209	0.443	-1.921	-0.112	0.200
Haftalık Ortalama Faiz Farkı (Yıllık Bazda)	3.998	9.131	3.609	8.480	4.523
Başlangıç Faiz Farkı (Yıllık Bazda)	10.928	6.298	6.463	2.320	4.213
Bitiş Faiz Farkı (Yıllık Bazda)	4.344	6.864	3.344	8.720	4.024

\* Hesaplamalar yazarın kendi hesaplamalarıdır.  
\*\* Hesaplamalar bankalararası gecelik faizler ele alınarak yapılmıştır. Döviz kurları WM Reuters gün sonu kapanış değerleridir.  
\*\*\* Bütün veriler Datastream üzerinden alınmıştır.

## Yatırım Fonu Derecelendirme Yöntemlerinin Karşılaştırılması ve Türkiye Uygulamaları

*Her ne kadar kullanılan metodolojiler fon performansına ilişkin geçmişe yönelik analizleri yansıtmakla eleştirilse de, uluslararası alanda yatırımcıların yatırım kararlarını alırken derecelendirme notlarını kullandıklarına ilişkin akademik çalışmalar mevcuttur.*

**D**erecelendirme kuruluşları tarafından fonlara yıldız atanması, dünyada sıklıkla kullanılan bir uygulamadır. Her ne kadar kullanılan metodolojiler fon performansına ilişkin geçmişe yönelik analizleri yansıtmakla eleştirilse de, uluslararası alanda yatırımcıların yatırım kararlarını alırken bu notları kullandıklarına ilişkin akademik çalışmalar mevcuttur. 1995 tarihinde Boston Globe ve Wall Street Journal'da yayınlanan bir rapor, ilgili yıldaki yeni fon yatırımlarının %97'sinin

bir önceki yıl beş ya da dört yıldız alan fonlara yapıldığını göstermektedir. Buna ek olarak Del Guercio ve Tkac<sup>1</sup> ortak çalışmalarında, fonların yıldız atamalarında değişiklik meydana gelmesi halinde, normalüstü nakit giriş/çıkışına maruz kaldıklarını göstermişlerdir.

Bu çalışmada Morningstar, Lipper ve EDHEC yatırım fonu derecelendirme yöntemleri incelenerek, Türkiye uygulamaları ile karşılaştırılmaktadır.<sup>2</sup>

### Morningstar Yöntemi:

Morningstar kategorisinde ilk olarak fonlar yatırım yaptıkları varlık türleri, portföy dağılımları, coğrafi bölge,

sektör, büyüklük gibi unsurlara bağlı olarak kategorilere ayrılır. Böylelikle homojen gruplar yakalanması hedeflenir ve yatırımcılar benzer risk skalasındaki fonları karşılaştırabilirler. Morningstar yöntemi fayda teorisine dayanır ve riske göre düzeltilmiş getiri (MRAR) hesaplanarak fonlar karşılaştırılır. Hesaplama aylık getiriler kullanılır, sıralamalar 3, 5 ve 10 yıllık dönemler baz alınarak yapılır.

$$MRAR(\gamma) = \left[ \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (1 + ER_t)^{-\gamma} \right]^{-\frac{12}{\gamma}} - 1$$



**Doç. Dr. Mehmet HORANLI**  
Kontrol ve Takip Müdürü  
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

Burada ERT ifadesi ile risksiz faiz oranı ile indirgenmiş reel getiri belirtilmektedir.  $y$  ise fayda teorisindeki riskten kaçınma katsayısını temsil etmektedir ve Morningstar  $y = 2$  olarak kullanılmaktadır. Herhangi bir kategorideki tüm fonlar için ilgili hesaplama yapıldıktan sonra %10, %22.5, %35, %22.5 ve %10'luk dilimlerle 1-5 yıldız skalasında atama yapılır.

### Lipper Yöntemi:

Lipper yöntemi de benzer şekilde fonları kategorilere ayırarak analize başlanmaktadır. Daha sonra aşağıda sıralanan beş kategori için ayrı ayrı derecelendirilmektedir. Yatırımcı karar verme noktasında hangi kategoriye ön planda tutuyorsa, karar mekanizmasını ona göre kurgulayabilir.

► **Toplam getiri:** Bu kategoride fonlar tarihsel getirilerine göre en yüksekte düşüğe göre sıralanarak, en yüksek dilime karşılık gelen fonlar beş yıldız ile derecelendirilecek şekilde, %20'lik dilimlere ayrılmaktadır. Sadece getiri arayan, riski önemsemeyen yatırımcılara yöneliktir.

► **İstikrar:** Hurst katsayısı<sup>3</sup> ve fonun yer aldığı kategorinin ortalama getirisi üzeri getiri

► **Korunma:** Hesaplama yapılan dönemdeki negatif getirilerin toplamı

► **Giderler:** Bulunulan kategorideki fonların gider rasyolarına göre sıralama

► **Vergi avantajı:** Fonlar vergisel avantajları dikkate alınarak sıralanmaktadır. Bu kriter sadece ABD'deki fonlar için uygulanmaktadır.

### Edhec Yöntemi:

Edhec Risk and Asset Management Center tarafından geliştirilen yöntem, üç temel kritere dayanmaktadır:

► **Alfa:** Kategori bazında fon getirilerini en iyi şekilde açıklayan endeksler ile fon getirileri regresyona tabi tutulur. Hem fon getirileri hem de endeksler risksiz faiz oranı getirisinden arındırılır. Regresyon denkleminin sabiti, portföy yöneticisinin aktif yönetim ile elde ettiği kısım alfa olarak adlandırılır.

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \sum_{n=1}^N \beta_{pn} (F_{nt} - R_{ft}) + \epsilon_t$$

Haftalık veriler kullanılarak analiz yöntemi için son üç yıl tercih edilmektedir.

► **Riske Maruz Değer:** Yatırımcılara fonun risk seviyesi hakkında bilgi verebilmek için Cornish-Fisher tipi eşik değer olarak %1 kullanılan riske maruz değer kullanılmaktadır. Eks-

trem kayıpları modellemesi açısından ihtiyatlı bir yaklaşım olduğu söylenebilir.

► **İstikrar:** Lipper yöntemine benzer biçimde Hurst katsayısından faydalanılır. Ancak Lipper yönteminin tersine fon getirisinin istikrarı yerine, portföy yöneticisinin alfa yaratma becerisi sorgulanır.

Diğer yöntemlerin aksine Edhec yöntemi, ilgili ölçütler hesaplandıktan sonra yüzdesel dilimlerle sıralama yerine belirli kriterlerin sağlanıp sağlanmadığını kontrol etmektedir. Dolayısıyla göreceli bir değerlendirme yerine, her fon yukarıda sıralanan ölçütlerde verilen hedefleri sağlama nispetinde not alabilmektedir. Bir kategoride yer alan tüm fonların alfası pozitif ve Hurst katsayısı 0.5'ten büyük ise her biri beş yıldız ile derecelendirilebilmektedir.

Türkiye uygulamalarını incelediğimizde, çeşitli kuruluşların metodoloji olarak genellikle yurtdışı örneklerinden bir tanesini benimsedikleri görülmektedir. Dolayısıyla yurtiçi uygulamalarında da kategori, kriter seçimi veya incelenen zaman aralığı farklılaştırılarak yurtdışına benzer metodolojiler kullanılmaktadır. Bilgim dahilinde Türkiye'de fonlara yıldız ataması yapan dört kurum bulunmaktadır: Saha, Gündüz Capital, Fonmarket ve Ludens. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi

**Tablo 1: Yurtdışı derecelendirme yöntemlerinin karşılaştırılması**

Karşılaştırılan kategori	Morningstar	Lipper	Edhec
<b>Homojen kategori</b>	•	•	
<b>Risk ölçütlerini dikkate alma</b>	•	•	•
<b>Uç risklerin hesaplama dâhil edilmesi</b>		•	•
<b>Performansın sürekliliğinin analizi</b>		•	•
<b>Yıldız atama yöntemi</b>	Bulunulan kategori ile çan eğrisi	Bulunulan kategoride %20'lik dilimler	Fonun sağladığı kriterler ve zaman içerisindeki değişimi

Derecelendirme A.Ş. yöntemi işleyiş olarak Lipper yöntemine benzemektedir. Fonların dereceleri önceden belirlenmiş performans, karşılaştırmalı performans, ortalama performans, fon ömrü, volatilité ve sharpe oranı gibi altı parametre göz önüne alınarak verilmektedir. Performans olarak aylık getiriler kullanılmakta, karşılaştırmalı performans olarak fonun bulunduğu kategorinin o aya ilişkin ortalama getirisi kullanılmaktadır. Ortalama performans olarak uzun dönemli getiriyi dikkate alabilmek adına fonun dolaşımında olduğu süre boyunca aylık getirilerinin ortalaması kullanılmakta, volatilité olarak da bu getirilerin standart sapması hesaplanmaktadır. Bu sıralanan altı kritere ağırlıklar verilerek, fonun nihai derecesi belirlenmektedir. Nihai not elde edildikten sonra %10, %22.5, %35, %22.5 ve %10'luk dilimlerle 1-5 yıldız skalasında atama yapılır. Bu ağırlıkların açıklanmıyor oluşu, altı kriterin birbirine çok benzer ölçütler olması (örnek olarak performans, volatilité ve sharpe oranı) en büyük eleştiri olarak belirtilebilir. (www.fonbul.com)

Gündüz Capital Finansal Araştırmalar A.Ş. tarafından geliştirilen Fonmetre yöntemi daha çok Morningstar yöntemini çağrıştırmaktadır. Fonlar TKYD tarafından açıklanan kategoriler altında gruplandırılarak, kategori bazında Morningstar başlığı altında açıklanan fayda teorisi temelli analize göre karşılaştırılır. Morningstar'dan farklı olarak analiz daha kısa bir periyot için (6 ay, 1 yıl ve 3 yıl) fayda ayarlı net getirilere uygulanır ve elde edilen sonucun ortalaması alınır. Altı aydan daha kısa geçmişi olan fonlar derecelendirme dışında bırakılırken, bir veya üç yıl geçmişi olmayan fonların getirileri yerine, kategori ortalaması kullanılarak hesaplama yapılır. Fon kategorisi

içinde %10,%20,%40,%20 ve %10'luk dilimlerle 1-5 yıldız skalasında atama yapılır. Bir yıl ve üç yıllık performansın içerisinde altı aylık getirinin de olması sebebiyle, son altı aylık performans nihai derecede büyük ağırlığa sahiptir. Ayrıca riskten korunma katsayısı olarak Amerika uygulamasına benzer biçimde iki kullanılmaktadır. Bu ise kıyaslamada fark yaratmasa da mutlak incelemede yanıltıcı sonuçlar doğurabilecektir.<sup>4</sup> (www.fonmetre.com )

Datascope A.Ş. tarafından uygulanan Fonmarket yönteminde ise yatırım fonları A-tipi, B-tipi ve genel kategori altında analize tabi tutulur. İlk aşamada kategori bazında fonların getiri ve kayıpları, ikinci aşamada fonların ortalama getiri ve riske göre düzeltilmiş (likit fonların ortalama getirilerinden oluşan bir endeks kullanılır) performanslarını gösteren getiri ve risk değerleri hesaplanır. İlgili dönemdeki fon ortalama getirisinin tüm getirilerin ortalamasına bölünmesi ile elde edilen sonuca getiri değeri, ilgili dönemdeki fon ortalama kayıp değerinin tüm kayıpların ortalamasına bölünmesi ile elde edilen sonuç ise risk değeridir. FM olarak adlandırılan gösterge ise getiri değerinden risk değerinin çıkartılması sonucu elde edilir. Her bir fon, FM gösterge değerine göre sıralanarak %10, %20,%40,%20 ve %10'luk dilimlerle 1-5 yıldız skalasında atama yapılır. Fon kategorilerinin çok geniş tutulmuş olması, fonların belirli piyasa koşullarında ön plana çıkmasına sebebiyet vermektedir. (www.fonmarket.com )

Son olarak, Ludens yönteminin Edhec yöntemi ile benzerlikler gösterdiği söylenebilir. Derecelendirmede alfa ve alfanın sürekliliği iki ana kriter olarak dikkate alınmaktadır. Fon yöneticilerinin alfa yaratma becerileri, oluşturulan homojen

grupların ardından uygulanan stil analizi ile ölçülmektedir. Risksiz faiz oranından arındırılmış haftalık getiriler üzerinden üç yıllık dönem için analiz gerçekleştirilir. Sadece portföy yöneticisinin performansını değerlendirebilmek amacıyla getiri hesaplamasında, yöneticinin kontrol edemediği giderler hesaplamaya dahil edilmemektedir. Modelin bu yaklaşımı yatırımcılar için bir anlam ifade etmese de, portföy yöneticileri için önemli bir artıdır. Her bir kategori için ilgili kategoride yer alan fonların yatırım yaptığı varlık grupları dikkate alınarak, ayrı bağımsız değişken endeks takımları kullanılmaktadır. Böylelikle açıklama gücünün yüksek olması garanti altına alınmakta, buna rağmen açıklama gücü %70'in altındaki ( $R^2 < \%70$ ) fonlar derecelendirme dışında bırakılmaktadır. Hurst katsayısının yaratılan alfa için kullanılması modelin bir diğer önemli artıdır. Böylelikle fon yöneticisinin yönetim becerisi kaynaklı performansın sürekliliği araştırılmaktadır.

*1 Del Guercio, Diane & Tkac, Paula A., 2002. "The Determinants of the Flow of Funds of Managed Portfolios: Mutual Funds vs. Pension Funds," Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press, Cambridge University Press, vol. 37(04), p. 523-557, December.*

*2 Katkılarından dolayı Doç.Dr. Serra Eren Sarıoğlu ve Dr. Nazlı Kalfa Baş'a teşekkür ederim.*

*3 HORASANLI Mehmet, 2013, "Hurst katsayısının alım-satım stratejisinde kullanımı", Kurumsal Yatırımcı Dergisi, Sayı:23, s.56-57*

*4 HORASANLI Mehmet, 2008, "On the determinants of portfolio choice: An experimental study via fractional programming", İ.Ü.İşletme Fakültesi Dergisi, Vol:37(1), p.39-48*



## Gelişmekte olan Ülkeler ve Aktif Risk Yönetimi

*Yatırımcılar Çin Halk Cumhuriyeti'nin konjonktürel problemleri ve Amerika Birleşik Devletleri'nin faiz artırım beklentisiyle şüpheli ve gergin bir tavır almış durumdadır, bu da sonuç olarak küresel para akımında kendini gösteriyor.*

**G**elişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasaları geride kalan aylardaki pozitif eğilime karşın, geçtiğimiz Eylül ayında kendini

eksi verilerde buldu. MSCI Emerging Markets endeksi, yılbaşından itibaren başlayan ve Ağustos ile sona eren dönemde %15 oranında bir artışla muazzam bir yükseliş göstermiş (Avro bazında hesaplanmıştır, kaynak: Fact-Set Research), akabinde



**Gökhan Kula, CFA**  
Yönetici Ortak, Fon Yöneticisi  
MYRA Capital

# GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR

Eylül ayında %3,5 değer kaybetmiştir. Yatırımcılar Çin Halk Cumhuriyeti'nin konjonktürel problemleri ve Amerika Birleşik Devletleri'nin faiz artırımı beklentisiyle şüpheli ve gergin bir tavır almış durumdadır, bu da sonuç olarak küresel para akımında kendini gösteriyor. Bu nedenle piyasa katılımcıları Eylül ayında, BlackRock'un verilerine göre, beş milyar Amerikan dolarını geliştirmekte olan ülkelerin hisse-BYF'lerinden çekmiştir.

## “Fragile Five” (Kırılgan Beşli) Eylül'de geri döndü

ABD Merkez Bankası FED' in geçen yılın Mayıs ayındaki olası sıkı para politikası (Tapering) açıklaması, geliştirmekte olan ülkeler üzerinde yoğun baskı oluşturmuştu. Bu baskıdan en çok Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika ve Türkiye nasibini aldı. “Fragile Five”, yani kırılgan beşli kavramı bu zaman diliminde çok yaygınlaştı, fakat piyasaların bu yılbaşından itibaren sakinleşmesi ile birlikte geliştirmekte olan ülkelerin piyasaları gelişmiş ülkelerin piyasalarına kıyaslandığında yeniden pozitif güç kazandı.

Mario Draghi'nin Avro bölgesi için tasarladığı “All In (hepsi içeri)” Quantitative Easing para politikası stratejisine rağmen, son haftalarda FED ve piyasalar değişik bir senaryo üzerinde yoğunlaşıyor.

Bu senaryoya göre FED, Amerika Birleşik Devletleri'nin ekonomik yapısının devamlı güç kazanması ile birlikte faiz artırımlarının hızla yaklaştığını yorumluyor. Piyasalar buna kayıtsız kalmadı ve bu doğrul-

tuda özellikle Amerikan doları diğer ülkelerin para birimlerine nazaran güç kazandı.

Bu senaryonun geliştirmekte olan ülkelerin piyasalarını kötü yönde etkilemesi sürpriz olarak algılanmamalı. Bu etki özellikle “Fragile Five” piyasalarının – para birimleri ve borsalar – son haftalarda daha çok baskı altında kalması ile boy gösterdi. Makroekonomik negatif görünüme ilave olarak jeopolitik sorunlar (Ukrayna, Irak/Suriye) eklenince, özellikle geliştirmekte olan ülkelerin piyasaları gibi “High-beta” piyasalarının risk yapısı ortaya çıktı. Kurumsal yatırımcılar, Emerging Markets gibi cazip yatırım olanaklarını kullanmak ve riskini azaltmak için esnek bir varlık dağıtımını ve aktif risk yönetimi uygulayabilirler.

## Emerging Markets: Aktif Risk Yönetimi ile yatırım fırsatları kullanmak

Uzun vadede geliştirmekte olan ülkelerin büyüme imkânından pay sahibi olmak isteyen kurumsal yatırımcıların, geçmişte olduğu gibi gelecekte de çok daha dikkatli ve özenle seçimlerini yapmaları gerekiyor. Geliştirmekte olan ülkeler varlık türü olarak çok heterojen olmakla birlik-

te, çoğu zaman dikkatler sadece büyük BRIC ülkelere yönelebiliyor. Buna karşılık, diğer geliştirmekte olan piyasalar dışında oldukça cazip yatırım potansiyeli sunuyor. “Frontier Markets” olarak bilinen ülkelerin son yıllarda gösterdiği gelişime bakıldığında zaman bu tez kanıtlanıyor.



Kaynak: Deutsche Bank

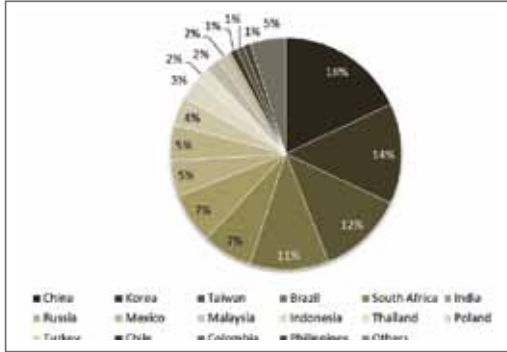
Geliştirmekte olan piyasalara yatırım yapan kurumsal yatırımcılar, yüksek istikrarsızlık oranını ve olası kayıp potansiyelini göze almak durumundadır. Piyasaya göre adapte olan esnek asset allocation (varlık yönetimi) stratejileri bu konuda çok açık bir şekilde avantajlı durumda: düzenli dengeleme ve bununla birlikte aktif risk yönetimi yatırımcılar için bir seçenek olabilir.

“ Makroekonomik negatif görünüme ilave olarak jeopolitik sorunlar (Ukrayna, Irak/Suriye) eklenince, özellikle geliştirmekte olan ülkelerin piyasaları gibi “High-beta” piyasalarının risk yapısı ortaya çıktı. ”



## Equal-Weighting (Eşit Ağırlık) endekslenme avantajı

Gelişmekte olan ülkelerin endeks ve Fon/BYF'lerine yapılan yatırımları dikkatle incelemek tavsiye edilebilir. Çoğu endeksler kapitalizasyon ağırlıklı ve böylece birkaç büyük ülkenin hâkimiyetinde olduğundan, bu gibi olumsuz bir özellik ortaya çıkmaktadır. MSCI Emerging Markets Endeksi'nin yaklaşık yüzde 60'ı dört büyük ülke endeksi tarafından domine edilmektedir (Çin Halk Cumhuriyeti, Kore, Tayvan, Brezilya). Yatırımcılar derişik bir portföy elde ediyorlar ve bununla paralel olarak orta ve küçük gelişmekte olan ülkelerin gelişim fırsatından yararlanamıyorlar.



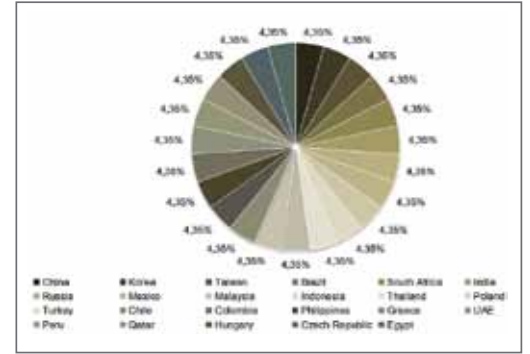
MSCI Emerging Markets, Endeks dağılımı, Ekim 2014 (Kaynak: MYRA Capital, FactSet Research)

Bu nedenle biz MYRA Capital olarak optimize edilmiş ve "Smart Beta" olarak bilinen bir endeksleme stratejisi uyguluyoruz. Bu sayede kapitalizasyon ağırlıklı endekslerin zaafalarını minimuma indirmek mümkün oluyor. "Smart Beta" endeksleme stratejisinin ana amacı yatırımcılara optimize edil-

“Gelişmekte olan ülkeler varlık türü olarak çok heterojen olmakla birlikte, çoğu zaman dikkatler sadece büyük BRIC ülkelere yönelebiliyor.”

miş endekslere ve alternatif risk primlerine düşük bir maliyet ile erişimi sağlamak. Örneğin bizim stratejilerimizde tutarlı bir şekilde bir endeksleme olanağı uyguluyoruz: eşit ağırlık (1/n endeksleme). Böylece bir yandan kapitalizasyon ağırlıklı Benchmark endekslerinin ve yatırım araçlarının zaafaları eksiltiyor ve bilimsel olarak test edilmiş ve onaylanmış piyasa aykırılık (mesela Small-Cap primi, Value primi) diğer bir getiri kaynağı (Alpha) olarak kullanılıyor. Sonuç olarak MSCI Emerging Markets endekse eşit ağırlık uygulanınca çok daha geniş bir yatırım portföyü oluşuyor ve ufak ama cazip gelişmekte olan ülkeler daha yüksek yatırım oranı ile portföy dağılımına etkisi oluyor.

Gelişmekte olan piyasalara yönelik son haftalardaki olumsuz değerlendirmelere rağmen, birçok konuda gelişmekte olan ülkelere yapılacak yatırımlar için artı noktalar sayılabilir. Sanayileşmiş ülkeler ile karşılaştırıldığında değerlendirme oranları (Fiyat-Kazanç Oranları) son yıllarda önemli ölçüde cazibesini artırmıştır. Ayrıca düşük borçluluk ve yüksek ekonomik büyüme oranları ve genç bir nüfus, gelecek için önemli anahtar değerler olarak göze çarpmaktadır.



MSCI Emerging Markets, Eşit Ağırlıklı Endeks dağılımı, Ekim 2014 (Kaynak: MYRA Capital, FactSet Research)

Özellikle aktif risk yönetim stratejisi ve eşit ağırlık endekslenmesi, diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik klasikleşmiş yatırım araçlarından ciddi biçimde farklı kılmaktadır. Negatif bir eğilim gösteren piyasalara yatırım oranı, arzu edilmeyen ve büyük zarar dönemlerini önlemek amacıyla tutarlı bir şekilde azaltılıyor. Bilindiği üzere bahsettiğimiz bu tür negatif eğilimler, gelişmekte olan ülkelerde her an boy gösterebilir.

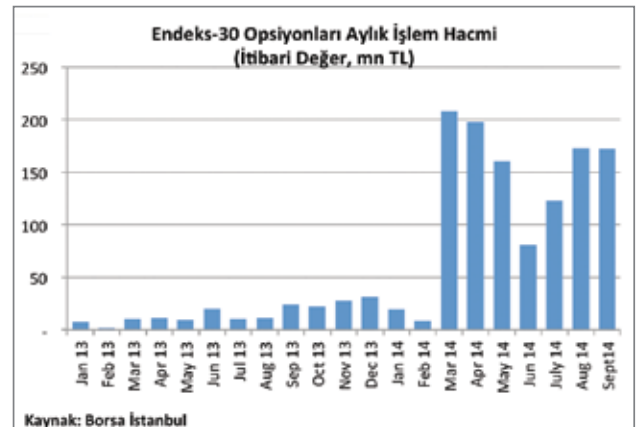
Gelişmekte olan ülkelere yönelik eşit ağırlıklı yatırımlar ile yatırımcılarımıza bu ülkelere çok daha geniş bir erişim sağlayabiliyoruz. Genellikle bu erişim endeks ürünlerinde veya aktif hisse ürünlerinde mümkün olmuyor.



## Kurumsal Yatırımcılar Opsiyon Piyasası'na Ne Zaman İlgi Gösterecek?

*Yeni dönemde kurumsal fonlar arasındaki rekabet rasyonelleşip performansa dayalı hale geldikçe, opsiyonları ilk kullanan fonların rekabette öne geçeceğini düşünüyorum.*

**S**on üç yılda Türk sermaye piyasasında yaşanan olağanüstü değişimin adımlarından biri, borsaların tek çatı altında birleşmesiydi. Bu birleşme sonucunda İzmir'deki Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) Borsa İstanbul (BIST) Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nın (VIOP) bir parçası haline geldi. Bu birleşmenin hemen sonrasında 2012'nin sonunda, BIST çatısı altında vadeli işlem kontratlarıyla beraber opsiyonlar işlem görmeye başladı. Bu piyasada, zaten işler halde bulunan Endeks-30 vadeli işlem kontratları





**Albert Krespin**  
Genel Müdür  
Deutsche Securities Istanbul

dışındaki kontratlara ilgi çok zayıf kaldı. Son altı aylık süreçte bazı kurumların gönüllü piyasa yapıcılığı rolü üstlenmesiyle hareketlilik biraz artmış durumda. Yine de piyasadaki aktivite henüz istenen seviyeye ulaşmadı. Bu yazımda bu ilgi eksikliğinin nedenlerini, kendim gözlemlediğim kadarıyla, okuyucularla paylaşmaya çalışacağım. Kendi uzmanlık alanımın pay piyasası olması nedeniyle daha çok paylara ve pay endekslerine dayalı ürünler açısından değerlendirmelerde bulunacağım. Kısa bir parantez açayım; işlem hacmi henüz istenen seviyede olmasa da, endişelenecek bir durum görmüyorum. VOB'dan örnek vermek gerekirse; 2005'de başlayan Endeks-30 sözleşmelerinde işlem hacminin tatmin edici seviyelere gelmesi iki yılı bulmuştu. Sonraki yıllarda işlem hacmi pay piyasasını bile yakaladı, sonrasında biraz yavaşlama olsa da bu kontratlar canlı şekilde hayatına devam ediyor. Özetle, işlem hacminin artması için biraz zamana ihtiyaç var. Parantezi kapatıyorum.

**Kurumsal yatırımcı eksikliği:** Opsiyon piyasası dünyada daha çok kurumsal yatırımcıların ilgi gösterdiği bir piyasa. Türkiye'de ise kurumsal yatırımcılar henüz yeni yeni portföylerinde hisse oranlarını arttırmaya başlıyorlar. Faiz ve enflasyon oranlarının normalleşmesi, oynaklığın azalması, yatırım ufkunun daha uzun vadeye yayılması hissese olan ilgiyi arttırıyor. Örneğin Özel Emeklilik Sistemi'ndeki teşvikler fon büyüklüğünü arttırdıkça bu sektörün hisse piyasalarına ilgisi daha da artacaktır. Hissese ilgi arttıkça da bu hisselerin türevlerine olan ilgi artacaktır.

Bağımsız bir data sağlayıcı olan Rasyonet'in yayınladığı veriye göre, Özel Emeklilik fonlarındaki pay oranı %15 ile %17 arasında değişmekte. Bu oran diğer fonlardaki %3'lük seviyenin beş katından daha fazla. Türkiye Sermaye Piyasası Birliği'nin yayınladığı verilere göre, özel emeklilik sistemindeki varlıkların çift haneli büyüme trendi göz önüne alındığında, pay piyasası ve opsiyonları açısından olumlu bir seyir olasılığı oldukça yüksek.

**Fırsatların farkında mısınız?:** Ben kurumsal yatırımcıların henüz mantalite olarak pay ve pay endekslerine dayalı opsiyonlara hazır olmadığını düşünüyorum. Kanımca opsiyonlar hem strateji çeşitliliğini arttırmada hem de kıstas üstü getiri (finans terminolojisinde alfa denir) yaratmada önemli fırsatlar sunuyor. Ayrıca risk kontrolünde varantlar gibi opsiyonlar da çok etkin kullanılabilir. Kurumsal tarafta, özellikle hisse senedi fonları arasında performans rekabetinde opsiyon ciddi bir avantaj sağlayabilir. Yeni dönemde kurumsal fonlar arasındaki rekabet rasyonelleşip performansa dayalı hale geldikçe, opsiyonları ilk kullanan fonların rekabette öne geçeceğini düşünüyorum.

**Yatırımcının ve piyasa profesyonellerinin bilgi eksikliği:** Türev ürünlerin yatırımcıya ve aracı kurum çalışanlarına anlatılması konusunda çaba gösteren pek çok kurum var. Bu çabaların sonuçlarını uzun vadede göreceğiz. Bugün bir yatırımcı / piyasa çalışanı profilinin fotoğrafını çektiğinizde türev araçlar özelinde bilgi birikiminin çok yüksek olmadığına şahit oluyoruz. Bu durum opsiyonlara ilginin sınırlı kalmasına neden oluyor.

“ Bugün bir yatırımcı / piyasa çalışanı profilinin fotoğrafını çektiğinizde türev araçlar özelinde bilgi birikiminin çok yüksek olmadığına şahit oluyoruz. Bu durum opsiyonlara ilginin sınırlı kalmasına neden oluyor. ”

**Aracı kurumlarda altyapının hazır olmaması:** Bir çok aracı kurum altyapı olarak bu ürünlere hazır değil. Bu hazırlık sadece alım satıma aracılık etmekle ya da teknolojiyi sağlamakla sınırlı değil. Opsiyonlar taşıdıkları risklerden dolayı iyi bir risk yönetim sistemi üzerinde çalışabilecek yatırım araçları. Bu sistemlerin kurulmasının biraz zaman alacağını tahmin ediyorum.

**Yabancı kurumsal yatırımcılar:** Yabancı yatırımcılar da altyapının hazırlanmasını bekliyorlar. Bu da zaman alıyor. Opsiyon piyasasının mutabakat ve takas süreçleri hisse piyasasına göre birkaç kademe daha karmaşık. Vade sonunda fiziki uzlaşma, bu süreçleri daha karmaşık hale getiriyor. Hisse opsiyonlarında yabancı kurumlar altı aydır işlem yapmaya başladılar. Eylül ayından itibaren ise paya dayalı opsiyonlarda bazı yabancı kurumlar işlem yapabilmeye başladılar.

**Likidite sağlayıcılığı / piyasa yapıcılığı:** Opsiyon piyasasını aynı anda onlarca dayanak varlık üzerine yazılmış yüzlerce sözleşmeden oluşuyor. Bu sözleşmelerin başa baş olanlarında likidite sağlayıcılığı olması bu piyasaya canlılık getirebilir. Bunun ilk örneklerini görmeye başladık. Endeks-30 kontratlarında yaklaşık altı ay önce başlayan hareketlilik, Eylül ayında pay opsiyonlarında da görülmeye başladı. Gönüllü likidite sağlayıcıları bu iki kontrat grubuna hareketlilik getirdi. Yurtdışındaki gelişmiş türev ürünler borsalarında uygulanan piyasa yapıcılığını teşvik edici projeler, bu süreci daha da hızlandırabilir. Pay opsiyonları işlem hacmindeki zıplama, aynen endeks opsiyonlarındaki gibi (beş ay geriden gelerek) Eylül ayında gerçekleşti.



“ Halihazırda pay piyasası kapandıktan sonra iki saate yaklaşabilen gün sonu süreçleri yaşanabiliyor. Gün sonu süreçlerinin belki bir defa daha gözden geçirilip iyileştirmeler yapılması bu operasyonel riskin azaltılmasına katkı sağlayabilir. ”

#### **Operasyonel süreçlerdeki zorluklar (gecikmeler):**

Opsiyon kontratlarında her akşam BIST’de başlayan, Takasbank ile devam eden ve en sonunda aracı kurumlarda sonlanan bir gün sonu süreci var. Aracı kurumlar, son yatırımcıya teminatları ve pozisyonları kontrolden geçmiş bir confirmasyon yollama yükümlülüğü taşıyor. Kontrat sayısının fazlalığı, yeni kontratların spot piyasadaki gelişmelere göre oluşturulması, risk defterlerinin span algoritmasına göre çalıştırılıp gün sonu teminat yükümlülüklerinin hesaplanması hep bu süreci uzatan faktörler. Kurumsal yatırımcı eğer opsiyon alıp satar sa bu sürece bir adım daha ekleniyor. Zira kurumsal yatırımcının, bu confirmasyonu alıp kendi fon değerlemelerine işleyerek gün sonu fon fiyatını hesaplaması gerekiyor.

Bu konuda BIST ve Takasbank önemli çalışmalar yapılıp sürecin kısalmasını sağladılarsa da halihazırda pay piyasası kapandıktan sonra iki saate yaklaşabilen gün sonu süreçleri yaşanabiliyor. Gün sonu süreçlerinin belki bir defa daha gözden geçirilip iyileştirmeler yapılması bu operasyonel riskin azaltılmasına katkı sağlayabilir.

#### **Avrupa Birliği kurallarına uyumlulukta gecikmeler:**

2008 finansal krizi sonrasında AB düzenleyici kurumu ESMA (European Securities and Markets Authority) türev işlemlerin sermaye karşılıklarıyla ilgili yeni bir düzenlemeyi uygulamaya alıyor. Bu düzenleme EMIR (European Market Infrastructure Regulation) adıyla anılıyor. Bu düzenlemenin geçerlilik tarihi 2014 Aralık. Buna göre, organize ya da tezgah üstü piyasada gerçekleştirilen türev işlemlerin takasını sağlayan merkezi karşı taraf (Central Counterparty – CCP) statüsündeki AB ülkeleri dışındaki kurumların (Türkiye’de Takasbank), ESMA’nın EMIR yönergelerine uygun şekilde ESMA’ya bazı raporlamalar yapmaları gerekiyor. Bu raporlama

sürecinin önkoşulu ise Takasbank gibi kurumların ESMA'ya bir "uyumluluk" başvurusunda bulunması ve sonrasında uyumlu hale gelmesi. Peki bu uyumluluk olmazsa ne olacak? Bu durumda ESMA, uyumlu olmayan karşı taraflarda (CCPlerde) Avrupa bankalarının taşıdığı riskler için caydırıcı sermaye karşılıkları ayrılmasını emrediyor. Diğer bir deyişle, VIOP'da yüksek pozisyon tutan Avrupa yatırım bankalarının ve fonlarının, bu pozisyona bağladıkları sermaye onlarca kat artıyor ve dolayısıyla sermaye karlılığı sıfıra yaklaşıyor. Sermayesi kıt Avrupa yatırım bankaları için bu durum, VIOP'da yüksek pozisyon taşımayı imkansız hale getiriyor. Bunun sonucunda, başta endeks arbitraj pozisyonları olmak üzere, çeşitli stratejilere hizmet eden pozisyonların çözülmesi ve çok küçülmesi riski var. Halihazırda tıpkı pay piyasasında olduğu gibi, VIOP'da da açık pozisyonların yarısından fazlası yabancı banka ve yatırımcıların elinde. Bu açık pozisyon her vade sonunda öteleme işlemleri sayesinde ilave likidite ve işlem hacmi yaratıyor. Bu pozisyonların küçülmesi hem işlem hacmine olumsuz etki yapabilir, hem de piyasadaki oynaklığı arttırabilir. Daha da önemlisi endeks arbitraj etkinliği olmadığı durumlarda vadeli işlem kontratları, gerçekçi değerinden şaşabilir. İlgili okuyucular, ESMA yönergeleri ve EMIR konusunda detaylı bilgiler için dipnotlardaki web kaynaklarını kullanabilirler.

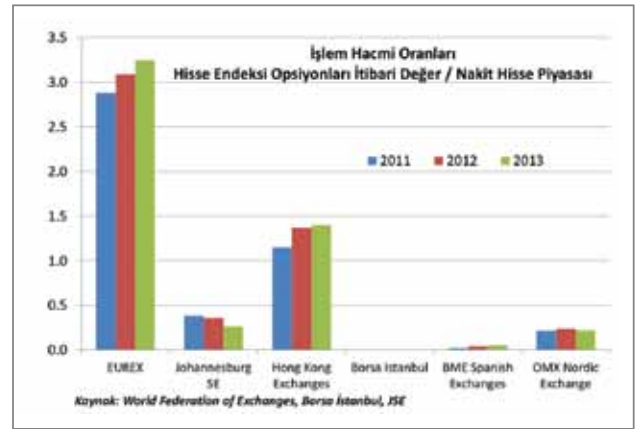
### Opsiyon Piyasası ne kadar büyüyebilir?

Bu soruya iki grafikte cevap vermek istiyorum. Birincisi pay piyasası işlem hacmine oranla endeks vadeli işlem kontratlarındaki işlem hacminin BIST ve bazı seçilmiş borsalardaki durumu.

Bu durumu çalışan bir Endeks-30 vadeli işlem kontra-

tındaki işlem hacminin pay piyasasındaki işlem hacmine göre durumunu tespit etmek için kullanabiliriz. Son üç yılda, BIST Endeks-30 kontratlarının işlem hacmi, spot piyasanın %60'ı ile %80'i arasında değişmiş. Bu oranın 3'ün üzerine çıkabildiği hatta 5'e yaklaştığı örnekler mevcut.

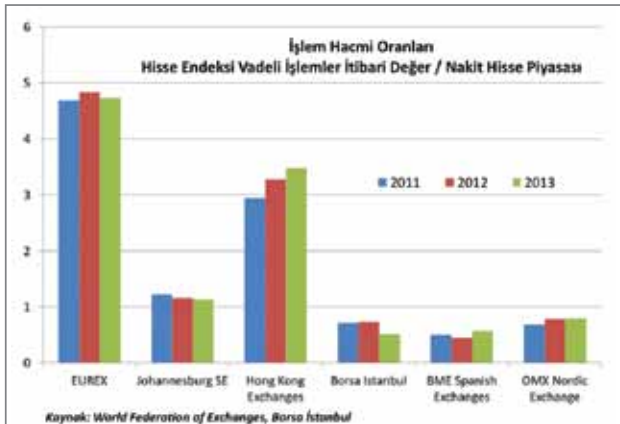
Şimdi bir de henüz BIST'de tam çalışmayan opsiyon piyasasına bakalım:



İşlem hacminde hareket 2014 yılında başladığı için BIST burada sıfıra çok yakın. Bu piyasa daha hareketli hale geldiğinde diğer borsa örneklerine bakınca, pay piyasasının %50'si ve üzerine ulaşabilecek potansiyel mevcut. Üstelik bu piyasaların kendi aralarındaki olumlu etkileşiminden dolayı işlem hacminin daha da artması sözkonusu.

[http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1959\\_qa\\_on\\_emir\\_implementation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1959_qa_on_emir_implementation.pdf)

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/derivatives/130513\\_equivalence-procedure\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/130513_equivalence-procedure_en.pdf)



“2008 finansal krizi sonrasında AB düzenleyici kurumu ESMA, türev işlemlerin sermaye karşılıklarıyla ilgili yeni bir düzenlemeyi uygulamaya alıyor. Bu düzenleme EMIR (European Market Infrastructure Regulation) adıyla anılıyor.”



## ALMAN EKONOMİK MUCİZESİ FON SEKTÖRÜNDE DE KENDİNİ GÖSTERDİ

*Efama 2014 Haziran verilerine göre, Avrupa Yatırım Fonları Sektörü'nde varlık büyüklüğüne göre yüzde 14.1 payla İrlanda ile birlikte üçüncü sırada olan Almanya'nın yatırım fonları sektörünün gelişimi, etkileyen faktörler ve geleceğe ilişkin beklentilerini German Association of Investment and Asset Management Companies (BVI) Genel Direktörü Thomas Richter, Kurumsal Yatırımcı'ya değerlendirdi.*

**K**urumsal yatırımcıların Almanya ekonomisi için önemi ve rolünü açıklar mısınız?

### **Mevcut büyüklükleri nedir?**

Kurumsal yatırımcı Alman fon sektörünün motoru durumundadır. Geçtiğimiz yıl, bireysel ve kurumsal yatırımcılar fon sektörüne net 83 milyar Euro emanet etti. Bü-

yük kısmını, rakamsal olarak 76.7 milyar euroyu, yalnızca kurumsal yatırımcılar için ihraç edilen ürünler olan "Spezialfonds" çekti. Bu trend yıl boyunca da devam etti. 2014 yılında, fon sektörü 56 milyar



**Thomas Richter**

Director General

BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

German Association of Investment and Asset Management Companies

Euro para girişi kaydetti ki bunların 41.5 milyar Euro'luk bölümünü Spezialfonds oluşturuyor. Genel olarak, Spezialfonds'a yapılan 1.2 trilyon Euro'dan fazla yatırımın Alman yatırım sektörü tarafından yönetilen varlıkların yaklaşık yarısı kadarını oluşturduğu söylenebilir. Spezialfonds'a yatırım yapan kurumsal yatırımcıların çoğu sigorta şirketleridir, emeklilik sistemleri ise diğer bir büyük kısmı oluşturur. Kurumsal taraftaki güçlü artış iki şeyi göstermektedir: İlk olarak, "Spezialfonds" Almanya'da çok popüler bir yatırım aracıdır. İkinci olarak, portföy yönetimi sektörü Spezialfonds yoluyla, dolaylı olarak kurumsal emeklilik programları veya diğer provizyon ürünlerini yönettiği için, emeklilik tasarruf sistemi için önemli bir rol oynamaktadır.

### Fonlara yatırım kültürü nasıl gelişti? Kısa bir tarihçe verebilir misiniz?

Almanya'da yatırım fonları, 1950 yılında Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft ADIG kuruluşu ile 60 yıldan fazla bir zaman önce oluştu. İkinci Dünya Savaşı biteli henüz beş yıl olmuş ve parasal reform iki yıl öncesinde yapılmışken, o zaman için bunun cesur bir karar olduğu söylenebilir. Almanlar enflasyon, ekonomik kriz, diktatörlük ve toplu çöküşü yaşamışlardır. Ancak Alman ekonomik mucizesi beraberinde fon sektörünün gelişimini getirdi. İlk başta, iki milyon Alman Deutsche marklık iki yatırım fonu vardı. Altı yıl sonra, 1956'da, yedi fonun varlıkları 132 milyon Deutsche marka ulaşmıştı. O yıl dört yeni portföy yönetimi şirketi kuruldu ve yeni bir sektör doğmuş oldu. Bu arada, bütün bu olanlar henüz daha yasal bir dayanağa veya devlet lisansına sahip değildi. Yatırım sektörü için yasal çerçeve daha sonra, 1957 yılında oluşturuldu. Bugünün bakış açısıyla ve mevcut düzenleme dalgası göz önüne alınınca, bu inanılması güç görünüyor.

### Sizce bu gelişmenin arkasındaki ana etkenler nelerdir? Yasal düzenlemelerde, özellikle vergilerde, değişiklikler yapıldı mı?

Kurumsal yatırımın gelişmesinin çeşitli nedenleri bulunuyor. Temel nedenlerden biri kurumsal yatırımcılara emeklilik şartından dolayı sürekli taze para gelmesi. Onlar da buna karşılık büyük bir payı fon şirketlerine emanet ediyorlar. Düşük faiz oranları yatırımcıları artan ölçüde daha

yüksek getiri sağlayan devlet tahvilleri yanı sıra özel sektör tahvili, hisse senetleri veya gayrimenkulle yönlendiriyor. Bunun için de profesyonel fon yönetimi arayışına giriyorlar. Kurumsal yatırımcıların maruz kaldıkları sıkı düzenleme incelemeleri yüzünden, onlar da yüksek derecede düzenlenmiş enstrümanları ve artan ölçüde daha iyi risk yönetimi ve raporlamayı tercih ediyorlar. Bugünlerde bir çok küçük ve orta ölçekli kurumsal yatırımcı, fon şirketlerinin profesyonel risk yönetimi ve raporlamasına bel bağlamış durumda.

### Yatırım ve emeklilik fonlarının rolünü geliştirmek için BVI neler yapmaktadır? Finansal okuryazarlık ve eğitim alanındaki faaliyetleri nelerdir?

Zamanımızın büyük bir bölümünü, sektörümüzün emeklilik tasarruf sisteminde önemli bir rol oynadığını anlatmakla geçiyoruz. Bir çok bireysel yatırımcı hayat sigortalarına veya mesleki emeklilik sistemlerine akan aylık tasarruf miktarının yatırım fonlarına yatırıldığını farkında değil. Bu yüzden finansal eğitimin çok önemli olduğunu düşünüyoruz. Daha iyi bilgi, otomatikman daha iyi yatırımcı koruması da getirecektir. İnsanlar ne kadar erken eğitilirse o kadar iyidir. Beş yıldan fazla bir zamandır ulusal çapta "Hoch im Kurs" isimli bir okul projesi yürütüyoruz. 10'dan 12'ye kadar değişen okul sınıfları için materyaller geliştirildi. Program, öğretmenler tarafından yüksek oranda kabul gördü. Toplamda, öğrencileri için 1.2 milyon civarında broşür verdik. Buna ilaveten, üyelerimiz para yönetimi ve ekonomik sistemin işleyişini anlatmak üzere düzenli olarak okullara finansal uzmanlar



gönderiyorlar. Hiç kuşkusuz, bu tür girişimler sadece geçici çözüm olabilir. Temel bir ekonomi anlayışı toplumumuzda öyle önemli bir hale geldi ki finansal eğitimin okul müfredatının bir parçası olması gerektiğini düşünüyoruz. Hükümet bu eğitim politikası görevini göz ardı edemez. Bu yüzden, ulusal çapta “ekonomi” dersinin okullara getirilmesi çağrısını yapmaktayız.

## Almanya yatırım fonları sektörü Avrupa'daki borç krizinden nasıl etkilendi?

Süpriz bir şekilde, Avrupa borç krizi Almanya'da bireysel tasarrufluların davranışında fazla bir değişiklik yaratmadı. Almanya Merkez Bankası'na göre, bireysel finansal varlıkların yaklaşık yüzde 40'ı mevduat hesabı ve nakitte bulunuyor. Ancak Avrupa Merkez Bankası'nın faiz politikası nedeniyle, yatırımcılar “risksiz” olarak görülen bu tür yatırımlardan çok az getiri elde edebiliyorlar. Ağustos ayında, 10 yıllık devlet tahvilinin getirisi ilk kez yüzde 1'in altına indi. Buna karşılık, hisse senetleri ve fonlar paranın sadece yüzde 15'ini oluşturuyor. Aslında, yatırımcılar daha çok hisse fonlara ve diğer yüksek

getirili varlıklara güvenmeli. Bunun yerine, dengeli/karma fonlar aylardır çok popüler durumda. Bu da bireysel yatırımcıların daha yüksek getiri aradıklarını, ancak halen hisse senedi almaktan korktuklarını gösteriyor. Düşük faiz politikası kurumsal yatırımcıları da rahatsız ediyor. Getiri taahhütlerini yerine getirebilmek için yatırım politikalarını yeniden gözden geçirmek zorunda kalıyorlar. Birçok anket, sigortacıların ve diğer kurumsal yatırımcıların varlıklarını hisse senetlerine ve gayrimenkulle kaydırmak istediğini ortaya koyuyor. Ancak, yaklaşan Solvency II düzenlemesi bir çoğunu bunu yapmaktan alıkoyuyor. Bu varlıkların önemli oranda daha fazla özsermaye ile karşılanması zorunda kalınacak. Bu, altyapı gibi alternatif yatırımlar için de geçerli. Bu yüzden BVI, Solvency II ile daha ılımlı sermaye şartları getirilmesi çağrısında bulunuyor.

## Önümüzdeki dönemde Avrupa yatırım fonları endüstrisinde temel belirleyiciler neler olabilir?

Gelecek yıllar için fon sektöründe

düzenlemenin çok dominant bir şekilde kalacağını öngörüyoruz. Örneğin, Avrupa Birliği'nde tüketici koruması ve fon dağıtımını artıran ölçüde uyumlu hale gelecek. Buna karşın bizi rahatsız eden ise artan ölçüde, çelişen ulusal inisiyatiflere maruz kalmak zorunda olmamız, bazen AB düzenlemesinin de önünde uygulamaya geçiriliyorlar. Bunu hesaba katarak, sektörün istemdişi zarar görmesini önlemekte ve tüm finansal ürünler için Avrupa düzeyi bir oyun alanı için çalışmakta kararlıyız. Kurumsal yatırımcılar için uzun vadede emeklilik hükmü, özellikle mesleki emeklilik ve uzun vadeli altyapı finansmanının daha ilgili hale geleceğine ikna olmuş durumdayız. Bunu göz önüne alarak, düzenleyicilerin kurumsal portföyleri aşırı düzenlemeye tabi tutmayacaklarını umuyoruz. Buna karşın, politika yapımcıları, alternatif varlıklara yatırım söz konusu olduğunda, daha pratik bir yaklaşımda bulunmaya teşvik edeceğiz. Eğer bu başarılı olursa ve fon yöneticileri karşılığında bu yeni pazar fırsatlarından yarar sağlarsa, kurumsal yatırımın Almanya'daki dinamik büyümesini sürdüreceğini tahmin ediyoruz.



# AZ Global Portföy Yönetimi A.Ş.

**B**ilindiği üzere, 2012 yılı içerisinde Avrupa'nın önde gelen varlık yöneticilerinden Azimut ile Türkiye'nin 20 yıllık sermaye piyasası deneyimine sahip Global Yatırım Holding'in köklü finans kuruluşu Global Portföy Yönetim A.Ş., güçlerini AZ Global Portföy Yönetimi A.Ş. çatısı altında bir araya getirdiler. Azimut Grup; 25 milyar euro portföy büyüklüğü, yaklaşık 150 bin müşterisi, yöneticisi olduğu 80'i aşkın kolektif yatırım kuruluşu ve 1500'den fazla finansal danışmanı ile Kıta Avrupa'sının en büyük bağımsız portföy yönetim kuruluşlarından birisidir. 2008 yılında uluslararası arenaya adım atan Azimut, faaliyetlerini dört kıta ve 12 ülkeye yaymış olup, yerel ortağı Global Yatırım Holding ise enerji, finans, gayrimenkul ve altyapı alanlarındaki yatırımlarını, 2014 yılı içerisinde dünyanın en büyük cruise limanı işletmecisi haline gelerek taçlandırmıştır.

Söz konusu güç birliği ile AZ Global Portföy Yönetimi A.Ş. sermaye piyasalarına yeni bir bakış ve yaklaşım getirmeye yönelik bir vizyon ile faaliyetlerine devam etmektedir. Hali hazırda iki adedi Lüksemburg'da kurulmuş UCITS fonu olmak üzere, toplam 13 adet yatırım fonunu ve 100'e yakın yatırımcıya ait portföyü yönetmekte olan şirketimizin, 2014 Ağustos sonu itibarıyla yönettiği varlık toplamı 600 milyon TL'yi aşmıştır. Birçok ilke imza atan AZ Global Portföy Yönetimi, kupon ödeyen ilk menkul kıymet fonu, hedef vadeli sabit getirili fonlar, yurtdışı sukuk ihraçlarına yatırım imkânı sağlayan ve İslam hukuku kurallarına uygunluğu



**Barış Hocaoğlu**  
Genel Müdür  
AZ Global Portföy Yönetimi A.Ş.

bir komite tarafından denetlenen ilk Global Sukuk Fonu gibi ürünleri sermaye piyasamızla tanıştırmıştır. Lüksemburg'da 2013 yılında kurulan ve portföy yönetimi İstanbul'daki portföy yöneticilerimiz tarafından yapılan bir UCITS fonu olan Global Sukuk fonu, Eylül 2014 itibarıyla 70 milyon USD büyüklüğü aşmış ve dünyanın en büyük sukuk fonu haline gelmiştir. Aynı fonun bir eşi de yine sermaye piyasası mevzuatımız çerçevesinde Türkiye'de kurulmuş olup, bu fonu daha önce kurulmuş olan Kira Sertifikası fonlarından ayıran temel özellik; fonun sadece Türk Devleti ve Türkiye'de yerleşik kurumların ihraçlarının yanı sıra tüm dünyada gerçekleşen sukuk ihraçlarına yatırım yapıyor olmasının yanı sıra, ilk ve tek İslam Hukuku'na uygunluğu belgelenmiş fon olmasıdır. Yine Lüksemburg'da kurulmuş olan ve sadece Türk sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan Lira Plus fonu da, bir yıl içerisinde yaklaşık 100 milyon Euro büyüklüğe ulaşarak ülkemize ciddi bir sermaye girişi

sağlamıştır.

Ayrıca, "Formula Karpayı" hisse senedi yoğun fonumuz, BIST30 endeksinin %10'dan fazla değer kaybettiği, ülkemizde ve dünyada birçok siyasal ve ekonomik çalkantıya sahne olan 2013 yılında %26'yı aşan bir getiri sağlayarak, tüm menkul kıymet yatırım fonları içerisinde en yüksek getiriyi sağlamış olan fon olma başarısını göstermiştir. "Formula Karpayı" fonu hisse senedi yoğun bir fon olmasına rağmen başarılı performansını, piyasaya göre çok daha düşük bir volatilité ile gerçekleştirmiştir. İlgili dönemde düşük volatilité ile sağladığı performansın yanı sıra fon, altı ayda bir tahsil etmiş olduğu nakit temettüleri yatırımcılara kupon olarak ödemiş olup, özellikle uzun vadeli yatırımcılara, yapmış oldukları hisse senedi yatırımlarının bir neması olarak değerlendirilebilecek temettü vasıtasıyla ortaya çıkan nakit akışından da faydalanma imkânı sağlamıştır.

Özellikle ülkemizde henüz tam olarak aktive edilmemiş bir hizmet olan finansal danışmanlık, AZ Global'in temel faaliyet alanlarından birisini oluşturmakta olup, bu anlamda Azimut'un yurtdışında kurmuş olduğu finansal danışmanlık ağına bir benzerini Türkiye'de AZ Global bünyesinde kurmaya yönelik ilk adımlar 2013 yılında atılmaya başlamıştır. AZ Global Portföy Yönetimi A.Ş., yeni sermaye piyasasının yürürlüğe girmiş olduğu şu günlerde özellikle söz konusu mevzuatın getirmiş olduğu yenilik imkânlarını ve avantajları kullanmak suretiyle sektördeki yenilikçi ve öncü konumunu güçlendirmeyi hedeflemekte olup, yıl içerisinde yeni bazı ürünleri piyasaya sunmaya hazırlanmaktadır.



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

## NYASINDAN FON HABERLERİ

# FON DÜNYASINDAN HABERLER

## ICI Global, Asya Bölgesel Fon Pasaportu İnişyatifini Olumlu Karşıladi

**A**nya-Pasifik Ekonomik İşbirliği Örgütü'ne (APEC) üye 21 ülkeden altısı – Avustralya, Güney Kore, Yeni Zelanda, Singapur, Tayland ve Filipinler – biraraya gelerek Asya Bölgesel Fon Pasaportu (ARFP) inişyatifini oluşturdular. ARFP, bir yandan ekonomik farklılıkları kabul ederken ve yeterli ölçüde yatırımcı korumasını sağlayıp, rekabetin gelişmesine yardımcı olurken, kayıtlı fonların her bir ülke arasında pasaportlanmasını sağlayacak. Amerikan Investment Company Institute'un uluslararası kolu ICI Global, Asya fon pasaportunu "zamanında ve heyecan verici" bir inişyatif olarak değerlendirdi.

APEC raporuna göre, fon pasaportu uygulaması 170,000 kişilik istihdam yaratacak ve Asyalı yatırımcıların her yıl fon yönetim masrafına giden \$20 milyar'ı da tasarruf edilmiş olacak.

Pasaport yürürlüğe girdiğinde, katılan Asya bölgesi ekonomileri arasında yönetilen fonların sınır ötesi pazarlamasını mümkün kılmak üzere tüm taraflarca kabul edilmiş bir çerçeve oluşturacak. Daha uzun vadede pasaport, fonların Asya/Avrupa karşılıklı anlaşması ile Asya bölgesinden Avrupa'ya pazarlanmasını da

sağlayacak.

Söz konusu pasaport, ilk olarak Australian Financial Centre Forum'un 2010 raporunda tavsiye edilmişti. Australian Financial Centre Forum, önde gelen bir finansal hizmetler merkezi olarak Avustralya'nın gelişimini raporlamak üzere 2008 yılında kuruldu.

ICI Global, girişimin uzun vadeli uygulanabilirliği, sınırötesi fon çerçevesinin başarısı için operasyonel, uygulama ve vergi konularının göz önüne alınması gerektiğini bildirerek, bunun için tavsiyelerde bulundu.

ICI Global Asya-Pasifik Başkanı Qiumei Yang, "Bölgede fon sektörünün güçlü büyümesine denk geldiği için zamanlama mükemmel" diye konuştu. ICI Global araştırmasına göre, pasaport girişimindeki altı ülkeyi de içeren Asya-Pasifik bölgesinde son 20 yılda toplam fon varlıklarında yüzde 450'nin üzerinde büyüme yaşandı.

Yang, "Küresel olarak rekabetçi ve başarılı olabilmesi için, fon şirketleri yönetim kaynaklarını ve araştırma sistemlerini artan ölçüde merkezileştiriyor, ve tek bir fon yapısının tüm altı ülke ekonomisinde etkin bir şekilde sunulmasını sağlayan pasaport kavramı

hem fon sponsorlarına hem de fon yatırımcılarına fayda sağlayacaktır," dedi. Operasyonel konularda ise ICI Global, diğer bölgelerdeki portföy yönetimine erişimi gereksiz şekilde kısıtlayan, ülkeler arasındaki benzer veya ters düşen delegasyon kurallarının altını çizdi. Vergi konusunda, pasaportlanmış fonların, anavatanındaki vergi teşviklerine bakılmaksızın, eşit vergiye tabi olması gerektiği, bunun şirketler arasında rekabeti ve yatırımcılar için de seçeneği destekleyeceği kaydedildi. Altı ülkenin 2013 yılında imza koyduğu belgede, pasaportun 2016 yılında uygulamaya geçmesi öngörülüyor. Çalışma grubu ülkelerinin hükümetleri detaylı pasaport düzenlemelerini içeren bir konsültasyon belgesi yayınladı. Konsültasyon süresi Temmuz 2014'te doldu. Gelecek çalışma grubu toplantısı Kasım ayında yapılacak.



**Asia-Pacific  
Economic Cooperation**

## İrlanda'dan serbest fonların borç vermesine yeşil ışık

**A**vrupa'nın en büyük fon pazarlarından birisi olan İrlanda, ülkede yerleşik serbest fonların Merkez Bankası'nın belirlediği yeni kurallar altında şirketlere borç vermesine izin vermeye hazırlanıyor.

Avrupa'da finansal kriz sonrası tahvil ihraç edemeyecek kadar küçük şirketler sigortacılar, özel sermaye şirketleri ve serbest fonlar gibi diğer kaynaklardan borç alma arayışında.

İrlanda, önceden serbest fonların düzenleyiciler tarafından çok riskli görülmesi nedeniyle bu fonların borç vermesine izin vermiyordu, ancak krediye erişimin Avrupa'da büyüyen

bir sorun haline gelmesi ile, Merkez Bankası ihtisaslaşmış kredi fonlarının uluslararası borç verebilmesine imkan tanıyan düzenlemeler için düğmeye bastı. Titizlikle hazırlanan söz konusu kuralların yıl sonuna kadar yürürlüğe girmesi bekleniyor. Buna göre, bir kredi fonu bir kredi alıcısına varlıklarının dörtte birinden fazla borç veremeyecek ve fonun üstlenebileceği borç 1'e 1 oranla sınırlı olacak, yani 100 milyon euro varlığı olan bir fon 100 milyon euro borç alabilecek.

İrlanda Merkez Bankası'nın bu girişimi, Avrupa Merkez Bankası ve İngiltere Merkez Bankası'nın küçük

firmalara kredi akışını sağlamak ve bankaların bıraktığı boşluğu doldurmak üzere Avrupa Birliği piyasasını varlığa dayalı menkul kıymetler için diriltme çabasında olduğu dönemde geldi.



## Fonlara rekor para akışı yaşanırken çoklu varlık fonları revaçta

**Y**atırım fonlarına olağandan büyük bir miktarda para akışının yaşandığı yılın ilk yarısında, çoklu varlık fonları rekor düzeyde para girişi ile dikkat çekti.

Thomson Reuters'a göre, yılın ilk yarısında bu fonlara €62.5 milyar düzeyinde bir para akışı oldu. Yarıyıl değerlendirmesinde Thomson Reuters, Avrupa'da fonlara ilk yarı itibarıyla "olağanüstü" bir para akışı olduğunu belirtti. Rapora göre, yatırım fonlarında net satışlar €252 milyar ile 2013 yılındaki toplamın (€188 milyar) yüzde 34 üzerinde gerçekleşti. Bu rakamın 2006'dan (€372 milyar) beri en yüksek seviye olduğuna da dikkat çekildi.

Çoklu varlık fonlarına en fazla ilgi İspanyol yatırımcılardan geldi. Net satış rakamı €6.2 milyar'a ulaştı. Onları, €6 milyar ile Almanlar ve €5 milyar ile İngilizler takip etti. Allianz Global Investors' Income and Growth fund €3.4 milyar ile sektörde en fazla varlığı toplayan fon olurken, onu Morgan Stanley'nin Diversified Alpha Plus strategy fonu izledi.

Haziran sonu itibarıyla çoklu varlık yatırımları toplam fon sermayesinin yüzde 10'una ulaşırken, hisse fonları yüzde 35, tahvil fonları ise yüzde 26 payla ilk sıralardaki yerlerini korudu.

Emtia varlık sınıfına gelen ilgi ise sadece €53.2 milyon ile sınırlı kalır-



ken, bu rakam yine de geçen yıl yaşanan €7 milyar'luk çıkıştan iyi bir sonuç oldu.

Avrupa'da bu yıl satışta ilk 10 sırayı alan fonların yedi tanesi BlackRock'ın iShares fonları olurken, ilk yarıda elde ettiği €19.2 milyar ile BlackRock en fazla net para girişi alan kurum oldu. Onu UBS (€11 milyar), ve Den Norske (€9.3 milyar) izledi.

## Bir zamanlar şaşalı bulunan serbest fonlar şimdi ilgi odağı

**G**ayrimenkul, emtia ve özel sermaye kurumlarını da içeren \$7.2 trilyon'luk küresel alternatif sektörü içinde serbest fonlar en hızlı büyüyen kategoriye oluşturuyor. Serbest fonların büyüklüğü, 2008 yılındaki \$1.4 trilyon seviyesinden 2013 yılı sonunda \$2.6 trilyon'a genişlemiş durumda. Alternatif UCITS varlıkları 2008 yılından bu yana yıllık yüzde 40'in üzerinde büyüdü. Serbest fon sektörü yüzde 13 büyürken, Avrupa UCITS sektörünün büyümesi ise yüzde 2 düzeyinde kaldı. ABD yatırım fonları sektöründeki yüzde 9 büyümeye karşılık, alternatif yatırım fonları bu dönemde yıllık yüzde 38 büyüme kaydetti.

Deutsche Bank'ın yaptığı bir araştırmaya katılan yatırımcılardan son bir yıl içinde "likit alternatif" ürünlere pay ayıranlarının oranının yüzde 28'den 51'e yükseldiği gözlemlendi. Hem yatırımcıları hem de yöneticileri kapsayan 212 yatırımcı kurum ve 86 küresel serbest fon yöneticisinin katıldığı From Alternatives to Mainstream (Part Two) adlı anketteki kilit bulgular şöyle:

► Fon sektöründe en hızlı büyüme likit alternatif, yani serbest fon stratejilerine yatırım yapan yatırım fonlarında. Katılımcılar gelecek 12 ay içinde likit alternatiflere net para girişinde yüzde 44 artış olacağını tahmin ettiler. Bu, geçtiğimiz 12 ayda yaşanan \$34 milyar dolarlık girişe karşılık, \$49 milyar dolarlık yeni giriş anlamına geliyor.

► Yatırım talebine cevaben, serbest fon yöneticileri ürün sunumlarını değiştirmede hızlı davranıyorlar. Anketi cevaplayan yöneticilerden yüzde 42'si likit alternatif ürünler sunuyordu. Bu oran geçen yıl yüzde 27 idi. Bu ürünleri sunumlarına katmayı düşünenlerin oranının da yüzde 34 olduğu görüldü. Yöneticilerin dörtte biri gelecek yıl en az bir adet alternatif UCITS çıkaracaklarını belirtirken, yüzde 29 ise alternatif '40 Act yatırım fonu için benzer planları olduğunu kaydetti.

► Likit alternatiflere kayış daha çok bü-

yük, iyi yapıya sahip yöneticiler tarafından telaffuz ediliyor. Ankette, \$5 milyar ve üzerinde varlık büyüklüğüne sahip olup bu tür ürünleri üç yıldan fazla yönetenlerin oranı üçte ikiden fazlaydı. Bu yöneticilerin üçte biri gelecek 12 ay içinde en az bir likit alternatif ürün çıkarmayı planlıyor.

► Alternatif UCITS ve alternatif '40 Act yatırım fonlarına pay ayıran yatırımcılar için en yaygın strateji temel uzun/kısa hisse senedi. Olaya bağlı ve küresel makro ile birlikte bu stratejiler gelecek 12 ay için ilk üç alternatif UCITS stratejisini oluşturuyor. Temel hisse senedi uzun/kısa, temel hisse senedi piyasa nötr ve olaya bağlı stratejiler ise alternatif '40 Act yatırım fonunun önümüzdeki 12 ay için ilk üç stratejisi. Likit alternatiflerdeki büyüme serbest fon stratejilerine daha önce erişim şansı bulamayan yatırımcılar için, bunu likit ve düzenlenmiş bir yapıda yapabilecekleri gerçek bir fırsat olarak değerlendiriliyor. Alternatif yatırım araçlarına ilginin artmakta olduğu, McKinsey & Company'nin "The Trillion-Dollar Convergence: Capturing the Next Wave in Alternative Investment" isimli raporunda da ortaya çıktı. Yaklaşık 300 kurumsal yatırımcının katıldığı ankette, yatırımcılar hisse senedi piyasalarındaki ani bir aşağı hareketten veya mevcut düşük faiz ortamındaki dönüşten etkilenmektense stabil veya bazen ortalamadan düşük getiriler elde etmekten memnun olduklarını ifade ettiler.

Raporun yazarlarından McKinsey'nin küresel varlık ve portföy yönetimi bölümü kıdemli ortağı Onur Erzan, "Bu serbest fonların yüksek riskli olarak görüldüğü altı yıl önceki algılamasından bir çeşit geçiş veya kayış gösteriyor," dedi. McKinsey'e göre, serbest fonlara para akışı gelecek beş yılda her yıl yüzde 5 artacak. Serbest fonlara akan bu nimetten yararlanan kurumlardan biri olan Och-Ziff Capital'ın yönetimindeki varlıklar \$45.9 milyar ile rekor düzeye çıktı. Kurumun yönetim kurulu başkanı Daniel S.Och,

emeklilik fonları ve diğer kurumsal yatırımcılardan alternatif portföy yöneticilerine olan ilginin artmaya devam edeceğine inadıklarını söyledi.

Buna karşılık serbest fonlar yıllardır yaşanan durgun performans ve yüksek ücretlerden yakanan yatırımcılarla da karşı karşıyalar. Serbest fon performansı art arda beş yıldır Standard & Poor's 500-stock index'in gerisinde kalıyor. HFR'ye göre, geçen yıl temettü hesaplaması sonrası S&P 500 yüzde 32.4 artarken, ortalama fon getirisi sadece yüzde 9.1 oldu. Düşük getiriye rağmen yüksek yönetim ve performans ücretleri talep edilmeye devam ediyor. Serbest fon genelde, yatırımcılardan yönetim ücreti olarak toplam portföyün yüzde 2'si ve her yıl kann yüzde 20'sinin alındığı "2 ve 20" modelini kullanıyor.

McKinsey raporu ayrıca, emeklilik planları için para yönetimi yapan kurumsal yatırımcıların, planları fonlamaya devam edebilecek kadar yüksek bir yıllık getiri oranı sunabilen yatırımlar için sınırlı seçeneklere sahip olduklarından "çaresizce" alternatiflere daha çok para aktarmakta olduklarını da ortaya koydu.

Rapora göre, serbest fonlara daha çok para geldikçe en büyük etki şirket birleşmelerinde gözlenecek. Erzan, "Mega alternatifler olarak adlandırdığımız (kurumların) büyüdüğünü ve artan ölçüde dominant olmaya başladığını görüyoruz," dedi. Carlyle, Kohlberg Kravis Roberts Blackstone ve Apollo gibi yatırım şirketleri sektördeki dev kurumlardan bir kaç.

Diğer taraftan, küresel serbest fonlar sektör kuruluşu The Alternative Investment Management Association (AIMA), "The Case for Hedge Funds: AIMA's Post-Crisis Thought Leadership", başlıklı bir çalışma yayınladı. Yayın, küresel finans krizinin başladığı 2008 yılından bu yana AIMA'nın dünya hedge fon endüstrisinin yatırımcılara, finansal piyasalara ve ekonomiye kattığı değeri ortaya koymayı amaçladığı çalışmalarını bir araya getiriyor.

Çalışmaya, [www.aima.org/en/document-summary/index.cfm/docid/9CC32A29-A6A2-467B-A1076D225FBB92AC](http://www.aima.org/en/document-summary/index.cfm/docid/9CC32A29-A6A2-467B-A1076D225FBB92AC) adresinden ulaşabilirsiniz.

# Yatırım fonları hakkında şaşırtıcı gerçekler

**Y**atırım fonları ilanlarında, reklamı yapılan performansın devam edemeyebileceği konusunda yatırımcıları uyararak için "geçmiş performans gelecek getiriler için garanti değildir" ibaresi yer alır.

Standard & Poors'un yarıyıllık raporlaması S&P Persistence Scorecard, en iyi performans gösteren yatırım fonlarının performansını takip ediyor. Haziran 2014 skor kartı 853 adet aktif olarak yönetilen yerel hisse fonu analiz etti ve 2009 Mart ayında sona eren beş yıllık dönemde en iyi yarı performansı ortaya çıktı. Peki gelecek beş yıl için bu fonlardan kaç tanesi en iyi yarı performansını korudu?

Rastgele seçilse yüzde 50'si (426) en iyi yarı performansı gösterenler olarak kalmalıydı. Ancak sadece yüzde 37'si (317) bunu başardı.

The Persistence Scorecard 2009 Mart ayında son eren beş yıllık dönem için en iyi yüzde 25 performansı gösteren fonları da takip ediyor. Belki bu düzey benzerlerinin yüksek performansını gösteren 427 fon yetenekli fon yöneticilerine sahiptir. Rastgele seçilse, yüzde 25'i (107) en iyi çeyrek performansı gösteren konumunda kalmalıydı. Ancak sadece yüzde 14'ü (59) bunu yapabildi. Sonuç olarak S&P değerlendirmesinde şöyle denildi:

"En iyi performansı gösteren fonların bu konumlarını koruma yeteneği ve ölçümlene zaman ufku arasında zıt bir ilişki vardır...Rakamlar yatırım fonları getirilerinde uzun vadede devamlılığın olmadığı zayıf bir tablo çizmektedir." Eğer en iyi performansı tekrar edenlerin sayısı rastgele seçimde beklediğimizden daha az olursa, neden şans yerine yönetici yeteneğine prim verelim? The Persistence Scorecard, en iyi performansı gösteren yöneticilerin bu başarıyı takip eden yıllarda tekrarlamalarının ne kadar zor olduğuna dair periyodik bir hatırlatıcı konumunda.

Morningstar yıllık U.S. Mutual Fund Industry Stewardship Survey araştırmasında da, takip edilen 7,700 yatırım fonunun sadece 910 tanesinin (%12) fon yöneticisi tarafından en az \$1 milyon'lık kişisel yatırımı olduğunu ortaya koydu. Dar odaklı bir fonun yöneticisi için servetinin büyükçe bir bölümünü farklılaşma olmayan bir şekilde yatırması düşüncesizce olabilir. Çıtayı alçaltalım ve soralım, "Yönettiği fona yatırım yapmayan yatırım fonu yöneticilerinin yüzdesi kaçtır?" Barron's'da çıkan bir makalede cevabın neredeyse yüzde 50 olduğu yer aldı. Neden bu kadar çok fon yöneticisi yaptığı yemeği yemeyi reddediyor? Kendi fonları yerine endeks fonlarında daha çok parası olan aktif fon yöneticilerinin yüzdesinin ne olduğunu bilmek isterdim.

Financial Analysts Journal Temmuz/Ağustos sayısında yer alan bir çalışma, neden bu kadar az yöneticinin kendi fonlarına yatırım yaptığını anlamamıza yardımcı olabilir. Yazarlar, 1996 yılından 2005 yılına kadar 2,846 adet tek yöneticili hisse yatırım fonunun performans ve yönetici görev dönemini incelemişler.

Makale şöyle başlıyor:

"Literatür çok küçük bir grup yöneticinin benzerlerinden veya piyasadan düzenli olarak daha yüksek performansını göstermelerini sağlayan yeteneklere sahip olabildiğini göstermektedir, ancak yöneticilerin çoğu bu yeteneğe sahip değildir. Yöneticilerin çoğu işlerinde belli yeteneğe sahip olmazsa istihdam piyasası nasıl işliyor?"

Diğer bir deyişle, işverenler grup olarak yapmaları gereken görevi yerine getirecek yetenekten yoksun çalışanlarla nasıl başa çıkıyor? Süpriz olmayan bir şekilde, onları işten çıkarıyorlar. İncelenen 2,846 fondan, sadece 195 tanesi (%6.9) 2005 yılı sonuna kadar aynı yöneticiyle çalışmış. Tüm fon yöneticilerinin yarısından fazlası ilk üç yıl içinde, dörtte üçünden fazlası da ilk beş

yıl içinde işten çıkartılmış.

Buna göre, 401 (k) planı için dört ayrı aktif olarak yönetilen hisse fona yatırım yapan bir çalışanın dramını göz önüne getirelim. Makale, bu çalışanın gelecek beş yıl içinde fonlarının üçünün yeni yöneticileri olacağını beklemesi gerektiğini ortaya koyuyor. Bu, servet birikimi yapabilmek için bir yol mudur?

Yerinde kalan yöneticilere yakından bir bakalım. Görevinde uzun süre kalan yöneticileri olan fonlara mı yatırım yapmalısınız? Çalışma şöyle diyor: "Görev süresi en az 10 yıl olan yöneticiler daha kısa süre çalışanlardan daha yüksek performans gösterdi, ancak performansları düzenli olarak üstün değildi... uzun dönem çalışan yöneticiler bile risk uyumlu bir temelde piyasayı geçecek yeteneği göstermiyor. Yatırım fonları sektöründe uzun kariyerin anahtarı üstün performans elde etmekten ziyade düşük performans önleme ile daha ilişkili gibi görünüyor."

"En iyi yatırım fonu yöneticilerinin önemli bir kısmı kariyerlerinin başlarında elde ettikleri yüksek getiri oranlarıyla itibarlarını kazandılar ve kariyerlerinin devamında üstün performansları olmadı. Bu ilk performansın şans eseri olup olmadığı veya sonradan zayıflayan ilk üstün yetenekler, varsayım ve daha ileri araştırma konusudur."

Aktif fon yöneticilerinin neredeyse yarısının kendi fonuna yatırım yapmama nedeni belki de üç yıl görevde kalmayı beklememeleridir.

Yatırımcıların eğitilmesine yardımcı olmak için, yatırım fonları reklamlarında şu ibarenin yer almasını öneriyorum: Geçmiş performans gelecek getiriler için garanti değildir. Mevcut fon yöneticisinin fona yatırılmış parası bulunmamaktadır ve gelecek üç yıl içinde düşük performanstan dolayı işten çıkartılacaktır.

**George Sisti**

## Avrupa'da BYF piyasası hızlı büyümenin eşliğinde

**A**BD'de yönetilen varlık büyüklüğü \$1.8 trilyon'a yükselen ve hızlı bir büyüme sürecinde olan Borsa Yatırım fonları (BYF) Avrupa piyasasının üç katı, ancak Avrupa'da BYF'lerin etkili yeni girenler ve lehte düzenleyici iklimin etkisiyle yeni bir büyüme aşamasına girmesi bekleniyor. Cerruli Edge-Global Edition Ekim ayı sayısında yer alan araştırmaya göre, sadece yüksek rekabette değil, BYF'leri stratejik ana varlık olarak kullanan perakende yatırımcıların taleplerine cevaben de maliyetler düşüyor. Markets in Financial Instruments Direktifi'nin de bu ürüne kayışa önemli bir destek vereceğine işaret ediliyor. Yenilikçi pasif yatırım stratejilerine yönelik artan taleple smart beta popülerliği de hız kazanıyor. Geçen yıl, ABD'de smart beta yaklaşımını benimseyen BYF'ler yüzde 59 büyüme kaydetti, ve varlık sınıfına giren para akışının üçte birinden fazlasını sağladı. Değer ve temettü stratejileri yatırımcılar ve danışmanlar arasında yaygındı ve ABD smart beta borsada işlem gören ürünlerinin (ETP) yüzde 56.6'sını oluşturdu. Büyüme ürünleri ise yüzde 21.7 pazar payı elde etti. Cerulli'ye göre, BYF'lerin avantajları Güney Amerika ve Asya'da da hissedilmeye başlandı. Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor (RQFII) BYF'leri yoluyla Çin'e açılım daha iki yıl önceki ilk kuruluşlarından bu yana adeta



patlama yaşadı. Latin Amerikalı emeklilik fonlarının sınır ötesi BYF'lere yatırımı geçtiğimiz dört yıl içinde yıllık olarak ortalama yüzde 35 artış gösterdi ve sınır ötesi yatırım fonu yatırımlarını yakalamak üzere.

Latin Amerika'da Meksika, yerel olarak en büyük BYF piyasasını oluşturuyor. Bölgenin borsada kote BYF'lerinin yarısı ve \$6.2 milyar ile varlıkların yaklaşık üçte ikisi burada bulunuyor. Bu fonların yaklaşık yüzde 60'ı hisse senedi stratejilerini kullanıyor ve büyük bölümü yerel piyasa odaklı. Geri kalan ise sabit getirili.

Çin'de ise, RQFII BYF'leri piyasası sağlıklı bir gelişim gösteriyor. İlki

iki yıldan fazla bir zaman önce çıkmıştı, ancak şu anda Hong Kong borsasında 16 BYF işlem görüyor. Daha birçoğu da New York ve Londra'da kote edilmiş durumda. Cerulli, Çin'e açılım talebi büyüdüğü için RQFII BYF'lerin de yaygınlaşmasını sürdürmesini bekliyor. Cerulli, ABD'de BYF varlıklarının yüzde 32.5'inin – ki 2015 yılında \$4.5 milyar'ı aşması bekleniyor – ABD kurumlarına ait olduğunu tahmin ediyor. BYF kurucularının yüzde 70'i gelecek 12 aylık dönemde artan ölçüde kurumsal benimsemenin büyümede ana itici güç olacağını belirtiyorlar. Geçen yıl bunu savunanların oranı ise sadece yüzde 38'di.

**YENİ**



## DANSLA İŞE GİTMEK

### WARREN BUFFETT

*Etkilene yatırımcıya dair bir öyü: 1966-2012*

"Bu kitap Warren Buffett'ın kariyerindeki 46 yıla ışık tutuyor. Kitabın son yazısı, üç yatırım türünü ve onun hangisini tercih ettiğini anlatıyor. Bu seçiminin sürpriz bir yanı yok, ama kitabı bitirdiğinizde Buffett'ın yatırım tavsiyelerinden bir döz daha almak hiç fena olmayabilir."

Fiyatı 47.-TL (KDV dahil)  
484 sayfa 1. hamur kağıda  
ISBN 9786054650187  
Derleyen: Carol Loomis  
Çeviri: Canan Feyyat - Nesemur Domaniç

**Dağıtım-teslimat 10 Ocak 2014**

Fortune 1966 yılında ilk kez Warren Buffett'ın söz ettiğinde Berkshire hissesi 22 dolar civarındaydı. 2013 Aralık ayı sonunda bir adet A hissesi Berkshire hissesinin değeri 176.900 dolar.

Bu kitap Warren Buffett'ın kariyerindeki 46 yıla ışık tutuyor. Kitabın son yazısı, üç yatırım türünü ve onun hangisini tercih ettiğini anlatıyor. Bu seçiminin sürpriz bir yanı yok, ama kitabı bitirdiğinizde Buffett'ın yatırım tavsiyelerinden bir döz daha almak hiç fena olmayabilir.

Fortune'da Buffett'ın söz ettiğimiz ile yazı 1966 tarihliydi. Başka biri hakkında yazdığım a yatırım yazısında Buffett ile ilgili yalnızca bir cümle geçiyordu ve ben o tek cümlede tek "I" kullanarak adını yanlış yazmışım. Zayıf bir mazetle iduğünü bilsem de, 1966 yılında Omaha dışında tarımın bir üduğunu söyleyerek if dileyecektim. O zamanlar kendii gherinde birkaç yatırım Warren'ı biliyordum, çünkü onları takip ediyordum. 1983'te Buffett'ın hissedarlarına yazdığı mektupları haber yapması için Fortune tarafından görevlendirilen soruştur gazetesi Andrea Tibbats, Buffett'ın adını bile diymemişti.

Berkshire 1965 yılında Warren devraldığı zaman Fortune 500 listesinde girilmeyecek kadar küçük, New England'ın bir şirketti. 2011 yılında ise listesinde 7 numarası.

Bütün bunlar bir insanın yaptığı işinde olduğu ve hâlâ devam ediyor. Warren Buffett'ın yatırımlardan vazgeçtiğini düşünürsünüz, ama yatırım onları vazgeçtirmezsiniz.

Carol Loomis

**SCALA**  
YATIRIMCILIK

www.scala.com.tr

İstiklal Caddesi Han Geçidi Sokak No:116/38 Galatasaray / Beyoğlu - İstanbul  
Tel: 0212 2515126 Faks: 0212 2452843 e-mail: scala@scala.com.tr

**SCALA Kitapçı**  
Şşşt... Okuyorum!

her kitap başka bir yolculuk...

**www.scala.com**



**ABDİN PAŞA HAVA OYUNLARI**  
Osmanlı Borsasında Finansal İşlemler

**HAVA OYUNLARI**  
OSMANLI BORSASI'NDA  
FİNANSAL İŞLEMLER

**Yazar: ABDİN PAŞA (DİNO)**  
ISBN : 978-975-8535-92-7  
Fiyat: 20-TL  
Sayfa: 163

İlk borsa başkanı Abidin Paşa'nın yatırımlara tavsiyeleri nelerdi?  
Osmanlı Borsası'nda vadeli işlem ve opsiyonlar var mıydı?  
Osmanlı Borsası'nda kaç çeşit finansal işlem yapılırdı?  
Abidin DİNO, Ankara'daki Abidin Paşa semti ya da Adana'daki Abidin Paşa Caddesi'nin Türk Finans Tarihi ile alakası nedir?  
Abidin Paşa'nın 1874 yılında yazdığı "Hava Oyunları Risalesi"nin günümüz diline çevrildiği bu çalışmada, yukarıdaki soruların cevaplarını ve büyük resimde Osmanlı Borsası'nın son derece canlı bir tasvirini bulacaksınız.

**SCALA**  
YATIRIMCILIK

İstiklal Cad. Han Geçidi Sok. No:116/38 Galatasaray/Beyoğlu-İST.  
Tel: 0.212. 251.51.26 Faks: 0.212.245.28.43  
www.scala.com.tr scala@scala.com.tr

## Sorularımızı cevaplayın, kitap kazanın!

Kurumsal Yatırımcı'nın 26. sayısında Fon Dünyası sayfalarında yayınlanmış bilgilerden oluşan aşağıdaki soruların doğru cevaplarını **31 Ekim 2014** akşamına kadar, **info@kyd.com.tr** adresine gönderen 10 okuyucumuza Scala Yayıncılık'tan kitap hediye ediyoruz.

1- BlackRock hangi yatırım fonları konusunda uyarıda bulundu?

2- Hangi fon zararlarından dolayı suçlanıyor?



## Lisanslama ve Sicil Sistemindeki Yenilikler

**B**ilindiği üzere Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 14/8/2014 tarih ve 29088 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren VII-128.7 sayılı “Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”de (Tebliğ) birçok pozitif değişiklik olmuştur. Söz konusu değişiklikleri üç başlık altında toplayacak olursak; lisans türleri ile lisans belgesi alma şartlarındaki, lisanslama sınav konularındaki ve sınav soruları ile notlamalarındaki değişikliklerin temel olduğunu anlayabiliriz. Tebliğdeki en önemli ve radikal değişikliklerden birisi lisans türlerinin

yeniden tanımlanması olmuştur. Önceki tebliğde “Temel Düzey Müşteri Temsilciliği”, “Türev Araçlar Müşteri Temsilciliği”, “Takas ve Operasyon Sorumlusu” ile “Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu” lisanslarının hepsi Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 1 Lisansı şeklinde düzenlenerek yeknesaklık oluşturulmuştur. Bu şekilde müşteri temsilciliği ve takas ve operasyon sorumlusu şeklindeki iş tanımı bazlı lisanslar yerini tek bir tür lisansa bırakmıştır. Dolayısıyla birinci düzey lisansa sahip olan bir kişi Tebliğdeki düzenlemeler çerçevesinde, sayılan görevlere ek olarak kredili işlem sorumlusu, borsa üye temsilcisi, irtibat bürosu sorumlusu gibi görevlerde çalışabilecektir. Diğer taraftan, bir önceki tebliğde

temel düzey lisansı, yerini “Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 2”, İleri düzey lisansı ise yerini “Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3” lisansına bırakmıştır. Bir sermaye piyasası profesyoneli Düzey 2 lisansı ile portföy yönetim kuruluşlarında fon müdürü, yatırım kuruluşlarında ise iç kontrol elemanı ve şube müdürü olarak görev alabilecektir. Düzey 3 lisansına sahip olanlar ise sayılan alanlardan daha komplike işlerde görev yapabileceklerdir. Yeni Tebliğ önceki tebliğde var olan diğer lisans türlerini ufak bir değişiklikle muhafaza etmiştir. Örneğin önceki tebliğde yer alan kredi derecelendirme uzmanlığı lisansı yerini kredi derecelendirme lisansına bırakmıştır. Tebliğdeki diğer önemli bir değişiklik, daha önce lisans almanın sınav





**Serkan Karabacak**

Genel Müdür Vekili ve Yönetim Kurulu Üyesi  
Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim  
Kuruluşu

geçme ön şartına ek olarak belirli bir tecrübeyi haiz olma koşulunun kaldırılmış olmasıdır. Örneğin yeni Tebliğin yürürlük tarihinden önce Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı, Kredi Derecelendirme Uzmanlığı, Konut Değerlendirme Uzmanlığı ve Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı lisanslarına başvuran adaylar için lisans belgelerinin kendilerine verilmesinde aranan tecrübe şartı yeni Tebliğ ile kaldırılmıştır. Bunun bir istisnası, Gayrimenkul Değerleme Lisansıyla sermaye piyasası kurumlarında değerlendirme uzmanı olarak çalışacak kişilerde tecrübe şartının aranmasına devam edilecek olmasıdır. Buna karşılık tecrübe şartını karşılayamayan adaylar için ise, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu tarafından verilecek örgün ve online eğitimlere katılma durumunda tecrübe şartının karşılanmış sayılabilmesi yönündeki çalışmalar devam etmektedir. Yeni Tebliğ ile getirilen diğer bir değişiklik bazı lisans türlerindeki sınav konularıdır. Örnek verecek olursak yeni Tebliğin yürürlüğe girdikten sonraki tarihlerde düzenle-

necek olan Gayrimenkul Değerleme Lisans sınavlarında Temel Finans Matematiği dersi bulunmayacaktır. Buna karşılık, daha önce sermaye piyasası mevzuatı ve ilgili mevzuat sınavına girip de başarısız olunduyorsa, gayrimenkul değerlendirme lisansı almak isteyen adaylar dar kapsamlı sermaye piyasası ve meslek kuralları dersini de ek olarak vermek zorunda olacaklardır. Yine Düzey 3 lisansına sahip olmak isteyen bir aday, daha önce takas, saklama ve operasyon dersine girip de başarısız olduysa ileri düzey lisansını alabilmek için ek olarak, bu ders ile ticaret hukuku derslerinden sınava girip başarı kriterini tutturmak zorunda olacaklardır.

Lisanslama sınavlarındaki en önemli değişikliklerden birisi de sınav başarı puanlarının aşağıya çekilmesi olmuştur. 60/70 kuralı yerini 50/60 kuralına bırakmıştır. Yeni Tebliğ'deki diğer önem arz eden bir yenilik ise SPL bünyesinde bir Sınav Kurulu'nun kurulması olmuştur. Söz konusu Kurul ile sınav süreçleri, lisans türleri ve sınav konularının sürekli mercek altına alınarak daha da etkinleştirilmesi amaçlanmıştır. Bu noktada ileride gerçekleştirilmesi planlanan

bilgisayar temelli sınavların altyapısı hazırlanmıştır.

Tüm bunlara ek olarak yenileme eğitimlerinde de önemli değişiklikler olmuştur. Herhangi bir lisans belgesine sahip olan kişiler 4 yıl yerine 3 yılda bir yenileme eğitimlerinden geçmek zorunda olacaklardır. Diğer taraftan, mevcut durumda herhangi bir işte çalışmayan kişiler 2 yılda bir yenileme eğitimlerinden geçmek zorunda iken bu kural da yine 3 yıl olarak sabitlenmiştir. Yenileme eğitimleri daha öncesinde SPK tarafından veya SPK tarafından görevlendirilen bir kuruluş tarafından yapılması öngörülmüşken yeni Tebliğ ile bu türden eğitimlerin gerçekleştirilmesi görevi SPL'ye tevdi edilmiştir.

Yukarıda kısaca özetlenmeye çalışılan değişiklikler ile sermaye piyasalarımızda çalışan profesyonellerin bilgi düzeylerinin sürekli olarak daha üst seviyelere çıkartılması planlanmaktadır. Dünya literatüründe sürekli eğitimin artık temel eğitimden çok daha önemli olduğu genel kabul görmüştür ve Sermaye Piyasası Kurulumuzun bu düzenlemesi piyasalarımızın nitelikli işgücü formasyonuna ciddi anlamda katkı sağlayacaktır.

“ Müşteri temsilciliği ve takas ve operasyon sorumlusu şeklindeki iş tanımı bazlı lisanslar yerini tek bir tür lisansa bırakmıştır. Dolayısıyla birinci düzey lisansa sahip olan bir kişi Tebliğdeki düzenlemeler çerçevesinde, sayılan görevlere ek olarak kredili işlem sorumlusu, borsa üye temsilcisi, irtibat bürosu sorumlusu gibi görevlerde çalışabilecektir. ”



## Meleğim olur musun?...

**M**emlekette uzun süredir, yatırımcıyı topluca aramamızın sonucu olarak farklı bir yatırımcı türü tezahür etti nihayet. Bu fırsat ve heyecanla, sermaye piyasalarımızı canlandırma misyonunun tamamı henüz üzerine yıkılmadan, bu yeni türün evrim sürecini gözden geçirmekte fayda var.

Yeni yatırımcı türümüzün adı “Melek Yatırımcı”. İlk görüldüğü yer Broadway. Yeni tiyatro yapımları için para sağlayan varlıklı bireyler için kullanılan bir lakap olarak ortaya çıkmış. 1978 yılında New Hampshire Üniversitesi’nde öğretim üyesi ve

aynı zamanda girişim araştırmaları bölümünün kurucusu olan Prof. William Wetzel tarafından, ilk defa girişimcileri destekleyen yatırımcıları tanımlamak için kullanılmış. Zaman geçtikçe, maceraperest tüm yatırımcılar bu unvanla anılmaya başlanmış.

Bu yatırımcı türü önceleri, profesyonel hayatı bırakan veya emekli olan üst düzey yöneticiler arasında yaygınlaşmış. Tecrübe ve birikimlerini yeni iş alanlarına, yeni girişimlere yönlendirmişler. Evde “ropdöşambır”la oturup, bir yandan gözlük üstünden torunların fotoğraflarına bakıp bir yandan da Wall Street Journal okumak çok heyecan vermeyince de, bu yeni akıma heyecanla sarılmışlar. Bazı girişimlerin beklenenden çok daha

başarılı olması sayesinde, akım form değiştirmiş. Melek yatırımcı denince akla gelen “paralı, huy-suz ihtiyar yönetim kurulu üyesi” formatı değişmiş. Her yaştan, risk seviyesi çok yüksek yatırımcılardan oluşmaya başlamış.

Başlangıç düzeyinde, hatta fikir aşamasında olan yatırımlar; melek yatırımcılar sayesinde parasal desteğe kavuşmuşlar. Diğer yandan da risk yönetimi ve gerçekçi iş planlarına tabi ki. Başladığı noktadan oldukça uzaklaşmış olmasına rağmen, melek yatırımcı konsepti: bugün temel yaklaşımını tamamen kaybetmemiş olmakla birlikte, daha profesyonel bir gelişim göstermiştir. Teknoloji ve sosyal medyada yaşanan hızlı gelişim, ilk anda ekonomik olarak önemli bir yatırım gerektirmeyen,



Tayfun Oral

hayal, varsayım ve macera dolu projelerin başarıları sayesinde, profesyonel yatırımcıların hatta yatırım fonlarının ve büyük yatırımcı şirketlerin dikkatini çekmeye başlamış. Alibaba hikayesinde, Yahoo'nun bir nevi melek yatırımcı yaklaşımıyla, topa zamanında girerek en büyük ortaklarından biri haline gelmesi ve buradaki değer; Yahoo'nun değerine katkısı da son günlerin en dikkate şayan durumlarındandır.

Ve fakat, konu hala yüksek risk içeren yatırımlar olarak tanınmakta ve bilinmektedir. Melekler genellikle ve tipik olarak kendi bireysel paralarını riske atan yatırımcılardır. Tabiki tecrübe, bilgi birikimleri ve ilişkilerini de. Süreç içinde, başarılı sonuçların heyecanına kapılan bazı girişim sermaye fonları da başkalarının paralarından oluşturdukları havuzlarla yatırımlara girişmeye başladılar. Neticede melek sermaye-

si; start up (başlangıç) fonlama ile aile ve arkadaş fonlaması arasında bir yerde durur kavram olarak.

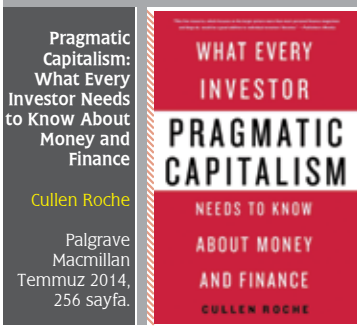
Zamanla televizyonlarda programlarını izlediğimiz medyatik bir kavram haline de gelmiş olan yapı, aslında bazı zincirlerden oluşmaktadır. Geçmişte 1 koyup 100 almış karizmatik patronların, genç girişimcileri karakter erozyonuna uğratarak ezdikleri bir format halinde değil tabi ki bu zincirler. Nitelikli çalışmaların yapıldığı, projelerin uzun uzadıya masaya yatırıldığı, girişim yapılmadan önce birçok hazırlık aşamasından geçildiği, teknik seviyesi yüksek platformlar. Ulusal veya uluslararası zincirler sayesinde girişimciler yatırımcılarla bir araya gelme ve birlikte çalışma fırsatı bulurlar. Belki 100 belki 500 projeden üç beş tanesi yatırım alır. Tüm yatırım alanlardan da iyi ihtimalle yüzde 1'i başarılı olacaktır. Büyük bir kısmı, maddi kayıplar ve kaybolan umutlar haline gelecektir.

ABD'de melek yatırımcı işlem hacminin 2012 rakamları ile 20 milyar dolara ulaştığı tahmin ediliyor. 270 bin dolayında yatırımcı sayısı var. Yaklaşık 62 bin girişime ortalama 75 bin dolar yatırım yapılmış. Avrupa bölgesinde beş milyar euro yatırım ve 25 bin melek yatırımcı sayısına ulaşılmış durumda. Türkiye, İrlanda ve Finlandiya en hızlı büyüyen pazarlar. Ülkemiz açısından bu büyümede en yüksek payın; Hazine Müsteşarlığı Mali Sektörle İlişkiler ve Kambiyo Genel Müdürlüğü'ne ait olduğunu belirtmek gerekir. Bu yapı altında lisansa bağlanan ve vergi teşviki ile cesaretlendirilen Türk Melek yatırımcı sayısının hızla gelişeceği çok açık. Özellikle genel müdürlüğün, konuya bir girişimci yaklaşımıyla verdiği destek işin en önemli tarafı. Klasik kamusal davranış kalıplarının ötesindeki girişimci yaklaşımının, gelişimin temel unsurlarından biri olduğunu belirtmek gerekir.



Sektör yöneticileri, çalışanları ve uzmanların güncel konularda görüş ve önerilerini paylaştıkları **SERBEST KÜRSÜ** köşesinde yayınlanan yazılar tamamen yazarın kendi görüşleridir ve TKYD görüşü olarak algılanmamalıdır. Yazı içeriğindeki bilgi, belge ve verilerin doğruluğundan yazarı sorumludur. Bilgilerin hata ve eksikliğinden doğabilecek zararlardan Kurumsal Yatırımcı dergisi sorumlu değildir.

## Yatırım dünyasında makroekonominin önemi



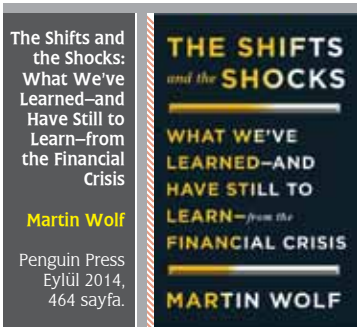
**Modern** finans dünyasında başarılı olmak küresel ekonomileri makro düzeyde derinlemesine anlamayı gerektiriyor. Örneğin değişken demografik döngü ne demek? Gelişmekte olan piyasaların patlayıcı büyümesinin önemi nedir? Dünya nüfusu portföyümüzü niçin etkiler? Küresel para sistemi bu yılki getirilerimizi etkiler mi? Piyasalara devlet müdahalesi stratejimizi

nasıl etkiler? Cullen Roche'un kaleme aldığı "Pragmatik Kapitalizm: Her Yatırımcının Para ve Finans Hakkında Bilmesi Gerekenler", (Pragmatic Capitalism: What Every Investor Needs to Know About Money and Finance) küresel ekonomimizin nasıl çalıştığını ve yatırımcılar için makroekonomiyi anlamının niçin günümüzde daha da önem kazandığını sorguluyor. Roche, küresel makro portföy yönetimi, risk yönetimi, davranışsal finans ve para teorisindeki deneyimlerini birleştirerek okuyucularına makro ekonominin nasıl çalıştığını anlatıyor ve örnekler vererek kendi yatırım stratejilerini oluşturmaları konusunda önerilerde bulunuyor. Bu kitap piyasa mitlerinin ardındaki perdeyi aralarken, makroekonominin yükseli-

şini anlatıyor ve makroekonominin portföy inşasını nasıl etkilediğini okuyucularına açıklıyor. Pragmatik Kapitalizm, daha çok kendi portföylerini oluşturmak isteyen sofistike yatırımcılar tarafından kesinlikle okunmalı. Finansal danışman ve blog yazarı olan Cullen Roche, karşılıklı etkileşimli makroekonomi dünyasında yatırım yapma, tasarruf etme konusunda ilkelerini ortaya koyuyor ve hızla değişen bu sisteme katılma konularını anlamamızı kolaylaştırıyor. Makroekonomik koşullara göre, portföy değişikliğine nasıl gidileceği risk tanımları da yapılarak anlatılırken, gerçekçi hedefler oluşturmak ve gerçekçi beklentilere girmek konusunda da ipuçları veriliyor. Ayrıca, kendi yatırım deneyimlerini de paylaşan Roche, finans dünyasındaki en kötü

düşmanımızın insani duygular olduğunu vurgulayarak, davranışsal finanstan örnekler sergiliyor. Bu nedenle karar verme süreçlerine asla duygularımızı karıştırmamızı, hatalar olabileceğini ancak kesinlikle ders alınması gerektiğini ve umudun bir strateji olmadığını ifade ediyor. Teksas Üniversitesi profesörü James Galbraith, kitapla ilgili yazısında Roche'un modern dünyada para, bankacılık ve merkez bankacılığının rolü üzerine hassas tavsiyelerini, berrak bir el kitabında bir araya getirdiğini ifade ediyor. San Diego merkezli finansal danışmanlık firması Orcam Financial Group'un kurucusu olan Cullen Roche, daha önce Merrill Lynch'te çalıştı. Popüler finans blogu 'Pragmatic Capitalism'in de kurucusu...

## Finans gazeteciliğinin duayeninden kriz ve reform üzerine...



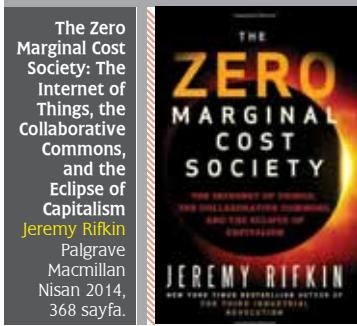
**Financial Times**'in kıdemli ekonomi yorumcusu Martin Wolf'un yeni kitabının adı; "Değişimler ve Şoklar: Finansal Krizden Neler Öğrendik ve Hala Öğreniyoruz", (The Shifts and the Shocks: What We've Learned—and Have Still to Learn—from the Financial Crisis)... Bu çalışma için yeni küresel ekonomi ve yörüngesi hakkında parlak bir ufuk turu denilebilir. 2007-08'de başlayan finansal ve ekonomik krizin nedenlerini, gi-

dişatını anlatmaya çalışan birçok kitap yayımlandı. 'Değişimler ve Şoklar' da krizin detaylı tarihini içeren bir başka kitap ancak şimdiye dek basılanlar arasında en inandırıcı ve eksiksiz olduğu kadar, bizlere makroekonomiyi ve ekonomileri öğretene diyebiliriz. Kitap, krizin kökenlerini; küreselleşme, hızla bozulan küresel dengesizlikler ve tehlikeli-kırlıgan finansal sistemimiz arasındaki karşık karşıklı etkileşimleri de ele alarak tanımlıyor. Örneğin, Euro Bölgesi'nde trajik biçimde arzalı parasal birlik mimarisi olmasının istikrarsızlığı temel kaynağı olduğunu ifade ediyor. Ayrıca krizden önce para ve finans politikalarına yön veren ortodoksinin de ne kadar yanlış yolda ve ilgisiz olduğunu da ortaya koyuyor. Böylelikle, sisteme yön veren finansal, politik ve entelektüel elitin hatalarını

acımasızca gözler önüne seriyor. 'Değişimler ve Şoklar' ayrıca krizin en kötü kısmı atlatıldıktan sonra, finansal ve parasal sistemde reform adına neler yapıldığını inceliyor. Wolf, "Artık sürdürülebilir bir yolda mıyız?" diye soruyor. Cevabı ise, maalesef; "Hayır." "Yeni krizlerin kesinlikle gelmekte olduğunu" açık biçimde anlatıyor ve özellikle Euro Bölgesi'nin yönetiminin niçin ekonominin yanı sıra aynı zamanda büyük bir politik krize doğru ilerlediğini de irdeliyor. Wolf, henüz hiçbir uygulanmayan reform planları konusunda da hırslı ve kapsamlı plan ve önerilerini de açıklıyor. Dünyanın en etkili finansal yorumcularından biri olan, finans gazeteciliğinin duayeni Martin Wolf'un entelektüel hakimiyet ve keskin muhakeme yeteneği ile

kaleme aldığı kitap, küresel ekonomi elitinin beğenisini kazandı. Ünlü ekonomist Joseph Stiglitz, güçlü bir küresel canlanmanın yokluğunda ilk başvurulacaklardan biri olan bu kitabın, küresel ekonominin 2008'den bu yana niçin bir uyuşukluk içinde olduğunu da anlattığını ifade ediyor. George Soros ise bu önemli kitapta Wolf'un, Euro Bölgesi'ndeki krizin ekonomik ve politik yapının yetersizliklerinden kaynaklandığını ortaya çıkardığını vurguluyor. New York Times'tan Andres Ross Sorkin, Wolf'un 10.000 feet yüksekten bakarak, krizin üç bileşeni olan; küreselleşme, para politikası ve bankacılık mimarisini analiz ettiğini ifade ediyor. Eski FED Başkanı Ben Bernanke ise, MartinWolf'un tam zamanında yayımlanan kitabıyla küresel dengesizliklerin, uluslararası sermaye akışının ve ekonomik politikaların finansal kırılganlıklardaki rolünü sorguladığını dile getiriyor.

## Şeylerin İnterneti ve piyasaların ötesinde bir dünya...



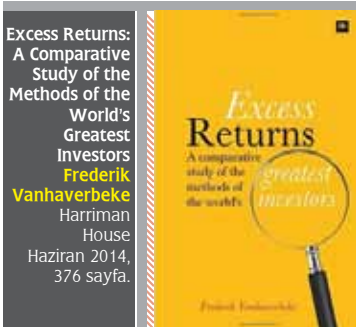
**New York Times**'ın çok satan yazarı Jeremy Rifkin'in, 'Sıfır Marjinal Maliyet Toplumu' adlı kitabı, malların ve hizmetin serbestleşmesi döneminin hızlanmasıyla kapitalizmin geçici olarak karanlığa bürünmesi arasındaki bağlantıyı inceliyor. 'Sıfır Marjinal Maliyet Toplumu: Şeylerin İnterneti, İşbirlikçi Avam ve Kapitalizmin Güneş Tutulması' (The Zero Marginal Cost Society: The Internet of Things, the Colla-

borative Commons, and the Eclipse of Capitalism) kapitalizmin kalbindeki bir paradoksu analiz ediyor. Onun büyüklüğünü ve itici gücünü sağlayan ancak aynı zamanda ölüme doğru götüren bir paradoks... Rekabetçi piyasaların girişimci dinamizmi; üretkenliği yukarı, marjinal maliyetleri ise aşağı çekerken, iş dünyasını piyasa payını ve müşterilerini artırmak için mal ve hizmetlerinin fiyatını da aşağı çekmeye zorluyor. Ekonomistler her zaman marjinal maliyetlerde düşüşü memnuniyetle karşılarsa da, bir teknolojik devrimin marjinal maliyetleri sıfıra yaklaştırması ihtimalini asla önceden görememişlerdir. Bu durum mal ve hizmetleri çok ucuz; neredeyse bedava ve fazlasıyla bol hale getirirken, artık piyasa güçlerinin konusu olmaktan çıkarmaktadır. Sonrasında ise

yeni teknolojik altyapı ile birlikte, "Şeylerin İnterneti" ortaya çıkmakta ve ilerleyen yıllarda ekonomik yaşamın geniş bölümlerini sıfır marjinal maliyete yaklaştırmaktadır. İşte Jeremy Rifkin bu kitabında, internet üzerinden yaratılan yeni teknoloji platformlarının herkesi ve her şeyi birbirine bağladığını savunuyor. Örneğin, milyonlarca sensor'ün doğal kaynaklara, üretim hatlarına, enerji santrallerine, lojistik ağına, yeniden dönüşüme, evlere, ofislere, mağazalara, araçlara ve hatta insanlara iliştilerini ve bunun küresel sınır ağı olan Şeylerin İnterneti'ni Büyük Veri ile beslediğini anlatıyor. Bu ağa herkesin bağlanarak, Büyük Veri'yi, analitiği ve algoritmığı kullanarak, verimliliği hızlandırması, üretkenliği keskin biçimde artırması ve marjinal üretim maliyetlerini aşağı çekmesi mümkün. Böylece,

halen enformasyon mallarında olduğu gibi çok geniş yelpazede mal ve hizmetlerin sıfıra yakın bedelle paylaşılması mümkün. Ayrıca birçok insan sıfır marjinal maliyet ile sahip oldukları enformasyonu, eğlenceyi, yeşil enerjiyi ve üç boyutlu printer ile basılmış ürünleri sıfıra yakın marjinal maliyet ile paylaşıyor. Rifkin'e göre kapitalizmin ikilemi burada... Ona göre piyasaların ötesinde bir dünyaya doğru ilerliyoruz ve birbirimize fazlasıyla bağımlı olacağımız bir sürece hazırlıklı olmamız gerekiyor. Financial Times, kitapla ilgili olarak, "provoke edici" ifadesini kullanıyor. Kitabın yazarı Jeremy Rifkin günümüzün en popüler sosyal düşünürlerinden biri olarak kabul ediliyor ve şimdiye dek yayımlanan 20 kitabı 35 dile çevrildi.

## Dünyanın en büyük yatırımcılarının yöntemleri



**Dünyanın** en büyük yatırımcılarının yatırım yaklaşımına yönelik bir analiz ve piyasa ortalamasının üzerinde getiri sağlamak için gerekli öneri ve yöntemlerden oluşan bir kitap okumak ister misiniz? Frederik Vanhaverbeke'nin kaleme aldığı, 'Olağanüstü Getiriler: Dünyanın En Büyük Yatırımcılarının Yöntemleri Hakkında Karşılaştırmalı Bir Çalışma' (Excess Returns: A Comparative Study

of the Methods of the World's Greatest Investors) adlı kitap, işte bu arayışlara cevap veriyor. Olağanüstü Getiriler, dünyanın en ünlü yatırımcılarının yıldan yıla neler yaptıklarını, bazı yıllar ortalama getirinin çok üzerinde performansları nasıl yakaladıklarını anlatıyor. Frederik Vanhaverbeke, bununla da kalmıyor, son yüzyılda düzinelere ünlü yatırımcının yazdığı kitapları, makaleleri, yaptıkları konuşmalarını analiz ederek, bu yatırım efsanelerinin çalışma tarzlarını ve ortak yanlarını araştırıyor. Hakkında çalışma yapılan başlıca yatırım ustaları şöyle: Anthony Bolton, David Bonderman, Warren Buffett, Philip Carret, David Einhorn, Benjamin Graham, Joel Greenblatt, Seth Klarman, Peter Lynch, Jim Rogers, Walter Schloss, George Soros ve John Templeton... Büyük yatırımcıların çalışma

tarzlarındaki benzerlikler, yöntemlerindeki birçok insanın önemsemediği hayati incelikler, yatırımcıların genellikle yaptığı bilinçdışı yanlışlar ve bunların başarılı yatırıma dönüşmesi için neler yapılması gerektiği gibi konular kitapta işleniyor. Özellikle çok sık konuşulan iki alana özel önem veriliyor: Etkili yatırım felsefesi ve yatırım zekâsı... Yatırımın temel ilkeleri ise şöyle sıralanıyor: Hesaplı hisse senetlerini bulmak, niceliksel ve niteliksel iş analizi yapmak, değerlendirme yöntemleri, ekonomik döngüler sırasında yatırım yapmak, alış ve satış zamanlarının kararlaştırılması ve daha niceleri... Olağanüstü Getiriler, okumak için belirli bir zamanı olmayan, pratik öneriler içeren ve diğerlerine benzemeyen her zaman okunabilecek bir kitap. Özellikle yatırım dünyasında bir kariyer

yeni başlayanlar için temel mesleki nüansları öğrenmek için büyük kaynak... Yatırım hem teknik hem de davranışsal özelliklerini efsanelerin örnek ve öğütleri eşliğinde öğreniyorsunuz. Olağanüstü Getiriler, yatırımcı olsanız da olmasanız da yüksek getiri vaad eden fırsatları yakalamanız için güçlü bir referans... Olağanüstü Getiriler'in yazarı Frederik Vanhaverbeke, Belçika'nın Gent Üniversitesi'nden elektrik mühendisliği alanında doktora derecesi aldıktan sonra, dijital telekomünikasyon alanında çalıştı. Son 20 yıldır hisse senedi, şirket analizi, muhasebe gibi alanlarda uzmanlaşan Vanhaverbeke, yüzlerce kitap, makale ve bilanço okudu. Bu birikimle Olağanüstü Getiriler'i kaleme alan Vanhaverbeke, halen Belçika'nın KBC Asset Management şirketine portföy yöneticisi olarak çalışıyor.

# Avrupa yatırım fonu varlıkları 2.çeyrekte €10.62 trilyon

*Türkiye, UCITS net varlıklarında yüzde 16.8 büyümeyle ikinci çeyrekte öne çıkan ülke oldu*

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği'nin (EFAMA) açıkladığı dönemsel istatistiklere göre, 2014 yılı ilk çeyreğinde Avrupa'da toplam yatırım fonu varlıkları (UCITS+non-UCITS) önceki çeyrek sonuna göre yüzde 4.6 artarak, 10.62 trilyon Euro oldu. Bu Aralık 2013'e göre yüzde 8.4 oranında bir büyümeyi gösterdi. İkinci çeyrekte, UCITS net varlıkları yüzde 5 artarak 7.46 trilyon Euro olurken, non-UCITS varlıkları ise yüzde

3.4 artışla 3.15 trilyon Euro düzeyine yükseldi. Hisse fonları net varlıkları ikinci çeyrekte yüzde 5.2 arttı ve 2.73 trilyon Euro seviyesinde gerçekleşti. Tahvil fonları yüzde 5.8 artışla 2.15 trilyon Euro, dengeli fonlar yüzde 7.7 gibi yüksek bir oranda büyüyerek 1.26 trilyon Euro oldu. Buna karşın, para piyasası fonları net varlıklarında yüzde 1.2 azalış kaydedildi. Yılın ilk yarısı sonunda UCITS fonlarının adeti 35,884, non-UCITS fonların 19,467 oldu.

## Ülke bazında UCITS varlıklarında büyüme

Türkiye'nin döviz kurlarındaki hareketlenmenin de etkisiyle yüzde 16.8 ile en fazla büyüme kaydedilen ülke olduğu ikinci çeyrekte, 26 ülke varlıklarında artış yaşandı. En büyük yatırım fonları merkezlerinden İrlanda yüzde 6.9 artış sağlarken, onu yüzde 6 ile Lüksemburg, yüzde 5.5 ile İngiltere, yüzde 0.5 ile Fransa izledi.

## Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

UCITS TÜRLERİ	30/6/2014		31/3/2014 göre değişim		31/12/2013 göre değişim	
	EUR m	Pay	EUR m	% <sup>(1)</sup>	EUR m	% <sup>(2)</sup>
Hisse	2,727	37%	135	5.2%	196	7.7%
Dengeli	1,258	17%	90	7.7%	145	13.0%
<b>Toplam Hisse ve Dengeli</b>	<b>3,985</b>	<b>53%</b>	<b>223</b>	<b>5.9%</b>	<b>341</b>	<b>9.4%</b>
Tahvil	2,152	29%	118	5.8%	210	10.8%
Para Piyasası	917	12%	-11	-1.2%	5	0.5%
Fon Sepeti <sup>(3)</sup>	78	1%	5	6.8%	10	14.7%
Diğer	333	4%	22	7.1%	33	11.0%
<b>TOPLAM</b>	<b>7,464</b>	<b>100%</b>	<b>358</b>	<b>5.0%</b>	<b>598</b>	<b>8.7%</b>
(Garantili Fonlar)	131	2%	-6	-4.4%	-15	-10.3%

1. Haziran 2014 – Mart 2014 karşılaştırması 2. Haziran 2014 - Aralık 2013 karşılaştırması

3. Fransa, Lüksemburg, İtalya ve Almanya'da bulunan fon sepetleri hariç, bunlar diğer fonlar içerisinde bulunuyor.

## Net Satışlar

İkinci çeyrekte UCITS net para girişi önceki çeyrekte kaydedilen 152 milyar Euro'nun altında kalmakla birlikte 130 milyar Euro ile yüksek düzeyini korudu. Uzun vadeli fonlara gelen 152 milyar Euro 2006 yılı ilk çeyreğinden bu yana en yüksek para girişini gösterirken, tahvil fonlarına olan talepte ise azalış gözlemlendi. Bu fonlara ikinci çeyrekte 56 milyar Euro giriş oldu. (€61/1Ç)

## Ülke bazında net satışlar

İkinci çeyrekte üç ülke 10 milyar Eurodan, 10 ülke de 1 milyar Eurodan fazla net para girişi çekerken, en fazla para girişi 66 milyar Euro ile Lüksemburg'da kaydedildi. Onu 36 milyar Euro ile İrlanda ve 10 milyar Euro ile İspanya izledi. Fransa, özellikle para piyasası fonlarından çıkışların etkisiyle

Hisse fonlara net giriş 24 milyar Euroya inerken, dengeli fonlara net para girişi ise 53 milyar Euroya yükseldi. Para piyasası fonları 22 milyar Euro çıkış yaşadı, oysa bu fonlara önceki çeyrekte 14 milyar Euro para girişi olmuştu. İlk yarı itibarıyla UCITS net satışları toplam 283 milyar Euro oldu ki bu 144 milyar Euro'luk net satışın kaydedildiği 2013 yılı aynı dönemine göre önemli bir artışı gösterdi.

11 milyar Euro net çıkışa sahne oldu.

İlk yarıda 18 ülkenin fonlarına net para girişi gerçekleşti. İlk beş büyük fon merkezinden Lüksemburg 134 milyar Euro, İrlanda 65 milyar Euro, İspanya 21 milyar Euro, İngiltere 16 milyar Euro ve İtalya 14 milyar Euro net para girişi sağladı.

**Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu**

Üye Ülkeler	30/06/2014		31/03/2014		31/12/2013	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim <sup>(1)</sup>	EUR m	% değişim <sup>(2)</sup>
Avusturya	156,351	1.5%	151,152	3.4%	149,407	4.6%
Belçika	105,834	1.0%	96,951	9.2%	95,019	11.4%
Bulgaristan	429	0.0%	415	3.4%	370	15.9%
Hırvatistan	2,073	0.0%	2,023	2.5%	2,136	-3.0%
Çek Cumhuriyeti	5,391	0.1%	5,080	6.1%	4,720	14.2%
Danimarka	232,590	2.2%	225,473	3.2%	185,654	25.3%
Finlandiya	82,000	0.8%	77,113	6.3%	75,123	9.2%
Fransa	1,560,812	14.7%	1,555,195	0.4%	1,525,107	2.3%
Almanya	1,497,882	14.1%	1,447,847	3.5%	1,404,353	6.7%
Yunanistan	7,854	0.1%	7,721	1.7%	7,059	11.3%
Macaristan	16,734	0.2%	15,908	5.2%	15,546	7.6%
İrlanda	1,495,845	14.1%	1,400,028	6.8%	1,343,882	11.3%
İtalya	228,532	2.2%	217,421	5.1%	209,091	9.3%
Lihtenştayn	30,283	0.3%	29,376	3.1%	31,112	-2.7%
Lüksemburg	2,854,640	26.9%	2,709,201	5.4%	2,615,363	9.1%
Malta	9,722	0.1%	9,557	1.7%	9,411	3.3%
Hollanda	73,719	0.7%	71,332	3.3%	72,472	1.7%
Norveç	90,867	0.9%	92,105	-1.3%	79,273	14.6%
Polonya	48,730	0.5%	45,663	6.7%	45,493	7.1%
Portekiz	25,580	0.2%	25,514	0.3%	24,690	3.6%
Romanya	5,222	0.0%	4,803	8.7%	4,509	15.8%
Slovakya	4,945	0.0%	4,712	4.9%	4,570	8.2%
Slovenya	1,992	0.0%	1,861	7.1%	1,850	7.7%
İspanya	213,345	2.0%	199,240	7.1%	184,878	15.4%
İsveç	232,243	2.2%	214,142	8.5%	200,252	16.0%
İsviçre	384,564	3.6%	367,344	4.7%	356,831	7.8%
Türkiye	24,716	0.2%	22,244	11.1%	21,526	14.8%
İngiltere	1,224,180	11.5%	1,155,062	6.0%	1,120,760	9.2%
<b>Tüm fonlar</b>	10,617,075	100.0%	10,154,482	4.6%	9,790,457	8.4%
UCITS	7,464,342	70.3%	7,105,729	5.0%	6,865,860	8.7%
Non-UCITS	3,152,733	29.7%	3,048,753	3.4%	2,922,460	7.9%

1. Haziran 2014 - Mart 2014 karşılaştırması 2. Haziran 2014 - Aralık 2013 karşılaştırması

# Dünya Yatırım Fonu Varlıkları 2. çeyrekte 25.65 trilyon Euro ile yeni rekor

*İkinci çeyrekte dünya yatırım fonu varlıkları yüzde 5.2 oranında büyürken, toplam €252 milyar Euro net para girişi oldu.*

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) ve ABD Investment Company Institute (ICI) tarafından derlenen ve 46 ülkeyi kapsayan Dünya Fon İstatistikleri 2014 yılı ikinci çeyrek sonuçlarına göre, dünyada yatırım fonu varlıkları büyüklüğü yüzde 5.2 artarak 25.65 trilyon Euro ile yeni bir rekor düzeye çıktı. Dolar bazında ise, fon sepetlerini de kapsayan dünya yatırım fonu varlıkları yüzde 3.9 artışla 35.03 trilyon dolar oldu.

Hisse fonları varlıkları yüzde 5.7 oranında büyüyerek 10.4 trilyon Euroya yükseldi. Dengeli/karma fonlar yüzde 7 artışla 3 trilyon Euro, tahvil fonları yüzde 5.5 büyüyerek 5.6 trilyon euro düzeyine çıktı. İkinci çeyrekte para piyasası fonları net varlıkları ise yüzde 6.8 oranında küçülerek 3.2 trilyon Euro düzeyinde gerçekleşti. Bu azalış kısmen, Avustralya'da yaklaşık 233 milyar Euroluk para piyasası fonunun "Diğer" kategorisine alınmasının etkisiyle oldu.



## Net Satışlar

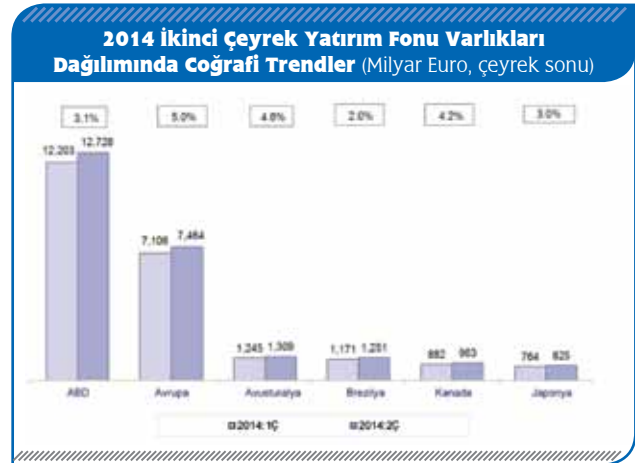
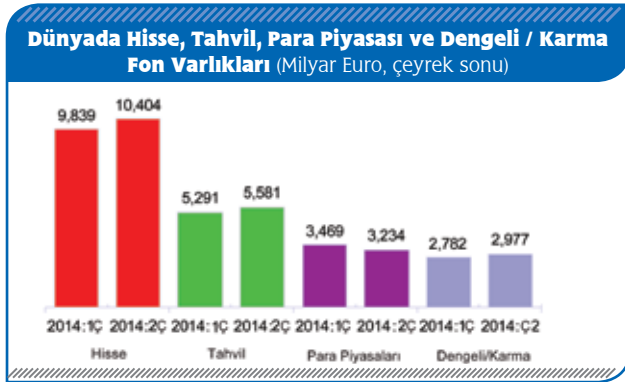
Dünyada yatırım fonlarına yılın ikinci çeyreğinde toplam 252 milyar Euro net para girişi oldu. İlk çeyrekte ise 292 milyar Euroluk net giriş kaydedilmişti.

İkinci çeyrekte hisse fonlara önceki çeyrekte gelen 92 milyar Euronun altında 48 milyar Euro düzeyinde net para girişi oldu. Tahvil fonlarına ise ikinci çeyrekte 112 milyar Euro net giriş yaşandı. (€69 milyar/1Ç). Para piyasası fonları ikinci çeyrekte 49 milyar euro para çıkışına sahne oldu. İlk çeyrekte bu fonlara 21 milyar Euro giriş kaydedilmişti. Dengeli/karma fonlara girişler 81 milyar

Euro ile ilk çeyrekteki 71 milyar Euroya göre hafif azalış gösterdi.

Yılın ikinci çeyreğinde dünya yatırım fonları varlıklarının yüzde 40'ı hisse fonlarda, yüzde 22'si tahvil fonlarında, yüzde 12'si dengeli/karma fonlarda ve yüzde 13'ü para piyasası fonlarında yer aldı.

Dünyada yatırım fonlarının toplam sayısı ikinci çeyrek sonu itibarıyla 89,804 adet oldu. Bunun yüzde 32'sini hisse fonlar, yüzde 20'sini dengeli/karma fonlar, yüzde 17'sini tahvil fonları ve yüzde 3'ünü para piyasası fonları oluşturdu.



### Yatırım Fonu Net Satışları (milyar Euro)

	ABD				AVRUPA <sup>(1)</sup>				DÜNYA <sup>(2)</sup>									
	2013				2014				2013				2014					
	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç	1Ç	2Ç	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç	1Ç	2Ç		
Hisse	56	18	32	66	46	14	44	-8	30	40	27	24	109	28	61	107	92	48
Tahvil	66	-11	-29	-26	29	37	44	30	-12	3	61	56	143	31	-37	-11	69	112
Para Piyasası	-76	-9	71	28	-61	-52	-2	-53	-9	-21	14	-22	-82	-84	81	36	21	-49
Dengeli/Karma	22	19	17	16	13	13	36	28	20	30	45	55	74	57	47	52	71	81
Diğer <sup>(3)</sup>	37	27	14	31	16	23	8	15	7	-1	2	17	76	76	29	45	39	60
Uzun Vadeli <sup>(4)</sup>	181	53	34	87	104	87	132	65	45	72	135	152	402	193	100	193	271	301
<b>TOPLAM</b>	<b>105</b>	<b>44</b>	<b>105</b>	<b>115</b>	<b>42</b>	<b>35</b>	<b>130</b>	<b>12</b>	<b>36</b>	<b>51</b>	<b>148</b>	<b>130</b>	<b>320</b>	<b>109</b>	<b>182</b>	<b>229</b>	<b>292</b>	<b>252</b>

(1) Avusturya, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İrlanda, İtalya, Lihtenştayn, Lüksemburg, Malta, Hollanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Romanya, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye ve İngiltere verilerini kapsamaktadır.

(2) Raporlanan ülke sayıları: 42 ülke 4Ç2013, 1Ç2014, 2Ç2014; 40 ülke 3Ç2013 ve 41 ülke 1Ç2013 ve 2Ç2013. İkinci çeyrekte raporlanan ülkelerin varlıkları tüm ülkelerin yüzde 95'ini temsil etmektedir.

(3) Fon Sepeti fonları satışları dahildir.

(4) Para Piyasası Fonları dışındaki toplam.

## Yatırım Fonları Pazarı Para Piyasası Fonları ve Öst Fonlarıyla Büyüdü

*Yatırım fonları pazarı, üçüncü çeyrek sonunda yılbaşından beri %9 büyümeyle 33,5 milyar TL düzeyine erişti. Bu büyüklüğe erişimde en büyük katkı 1,7 milyar TL ile Para Piyasası Fonları'ndan geldi ve toplam büyümenin %63'ünü gerçekleştirdi. Bu fonları takip eden fon türü Özel Sektör Tahvil ve Bono Fonları oldu ve yılbaşından beri 1 milyar TL'nin üzerinde büyüme gerçekleştirerek toplam büyümenin %40'ını oluşturdu.*

**G**eçtiğimiz üç aylık dönemde yerel seçimlerden sonra cumhurbaşkanlığı seçimini de takiben siyasal risk algılamasının azalmış olmasına karşılık, Irak ve Suriye'de sınırimıza yakın bölgedeki gelişmeler Türkiye piyasasını olumsuz etkiledi. Ağustos ayı başından bu yana Türkiye diğer gelişmekte olan ülkelere göre negatif ayrıştı ve MSCI Türkiye endeksinin gelişmekte olan piyasalar endeksinde Eylül ayı itibarıyla değer kaybı %7'yi buldu. Yurtiçinde bölgesel gelişmelerle risk artmış olsa da küresel piyasalarda da belirli riskler gündeme geldi. ABD Merkez Bankası FED'in yarattığı bol likidite ve düşük faiz ortamının devam etmeyeceği ve 2015 yılı içerisinde faiz artırım sürecine gireceği beklentisi, her

ne kadar Avrupa Merkez Bankası bilanço büyütme hamlesi yapmış olsa da piyasalarda dalgalanmayı artıran bir etken olarak üçüncü çeyrekte piyasaları etkiledi. Yılın ilk yarısındaki yükselişi hız kesen BIST 100 endeksi üçüncü çeyrekte %4,5 değer kaybetti ve yılbaşından beri değer kazancı %10,5'a geriledi. 2013 yılını 2,1450 seviyesinden kapatan USD/TRY, üçüncü çeyrek kapanışında 2,2775 seviyesindeydi. TL, USD karşısında yılbaşından beri %6,2 değer kaybederken, sepetteki artış sınırlı kaldı ve TL'nin EUR ve USD eşit ağırlıklı sepeti karşısındaki değer kaybı %1,1 oldu. Küresel piyasalarda USD değer kazanırken DXY (USD endeksi) 2013 yılsonundaki 80,035 seviyelerinden 85,615 seviyelerine kadar yükseldi. Benzer şekilde USD, EUR karşısın-



**Ceren Angılı**  
Yönetici, Dağıtım Kanalları Satış Koordinasyon  
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

da da değer kazandı ve EUR/USD paritesi 2013 sonunda 1,3745 seviyesinden 1,2630 seviyelerine kadar gevşedi.

Reuters tarafından hesaplanan iki yıllık gösterge tahvilin jenerik endeksine (TR2YT=RR) göre yılbaşında %10,09 seviyelerinde olan jenerik endeks, Eylül sonu itibariyle %9,75 seviyelerinde. Endeks 2014 yılı içinde en düşük seviyeyi Haziran ayında %7,89 seviyesine gerileyerek gördü. Diğer yandan tüm piyasaların dikkatle takip ettiği Amerikan 10 yıllık gösterge tahvil faizi, %3 seviyelerinden Ağustos ayında %2,35'e kadar geriledikten sonra gelen faiz arttırımı haberlerinin de etkisi ile % 2,59 seviyelerine yükseldi ve Eylül sonu itibariyle %2,51 seviyelerinden işlem gördü.

Yılbaşından beri toplam 2,6 milyar TL büyüyen yatırım fonları pazarı, birinci çeyrekte yaklaşık 1,5 milyar küçülürken, ikinci ve üçüncü çeyrelerde sırasıyla 2,9 ve 1,2 milyar TL büyüdü ve üçüncü çeyrek sonunda yılbaşından beri %9 büyümeyle 33,5 milyar TL düzeyine erişti. Bu büyüklüğe erişimde en büyük katkısı olan fon türü 1,7 milyar TL ile Para Piyasası Fonları oldu ve toplam büyümenin %63'ünü gerçekleştirdi. Bu fonları takip eden fon türü Özel Sektör Tahvil ve Bono Fonları oldu ve yılbaşından beri 1 milyar TL'nin üzerinde büyüme gerçekleştirerek toplam büyümenin %40'ını oluşturdu. Tahvil ve Bono fonlarında da yılbaşından beri 236 milyon TL büyüme gerçekleşirken, en fazla çıkışın Anapara Garantili ve Korunmalı fonlar ile Altın fonlarında olduğu gözlemlendi. Portföy yönetimi şirketlerinin 30 Temmuz itibariyle yürürlüğe giren SPK kanunu uyum süreci boyunca yeni fon ihracı yapamamasından ötürü Anapara Garantili ve Korunmalı fonlar yaklaşık 200 milyon TL küçüldü. Diğer fon türü olan Altın fonlarındaki çıkışlar ise üçüncü çeyrekte de ilk iki çeyrekte olduğu gibi devam etti ve yılbaşından beri toplam 108 milyon TL çıkış gerçekleşti. Büyüme amaçlı değişken fonlar üçüncü çeyrekte 300 milyon TL büyüme de yılbaşından beri %4 ile toplamda 86 milyon TL küçüldü.

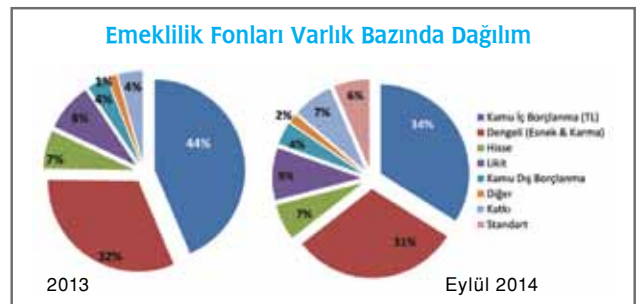
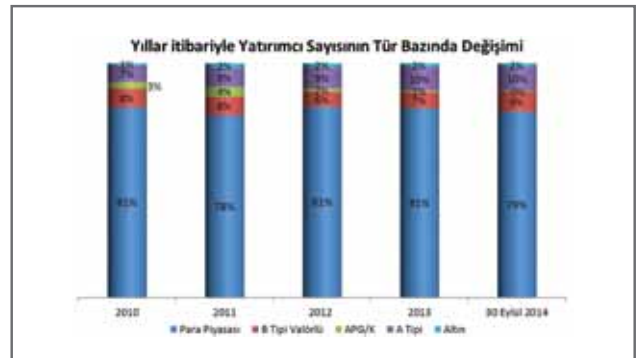
Yatırım fonları Katılma Belgesi Sahipliği Sayısı yılbaşından beri 29bin katılımcı azaldı. Ağırlıklı kişi sayısı azalışı para piyasası fonlarında gerçekleşirken, büyüme gözlemlenen tek fon türü B tipi valörlü fonlar oldu. Eylül sonu itibariyle toplam yatırım fonları katılma belgesine sahip kişi sayısı 3,2 milyon olarak gerçekleşti.

## Bireysel Emeklilik Fonları yüzde 27 büyüdü

Bireysel emeklilik fonlarında ilk çeyrekte %7,6, ikinci de %20,7 artış gerçekleşti ve üçüncü çeyrek itibariyle büyüme %27'ye ulaştı. Yılbaşından beri baktığımızda yüzdesel olarak en fazla büyüme %45 ile Kamu Dış Borçlanma fonlarında olsa da TL bazında en yüksek büyüme 1,9 milyar TL ile Dengeli (Esnek&Karma) fon türünde gerçekleşti. Bu fon türünün toplam 7,1 milyar TL'lik emeklilik fon pazarı büyümesine katkısı %27 oldu. Daha önceki dönemlere benzer şekilde Katkı fonlarının da 1,3 milyar TL ve %18 ile azımsanmayacak etkisi olduğunu söylemek mümkün.

Üçüncü çeyrekteki büyüme kalemlerini incelediğimizde,

yılbaşından beri küçülen Kamu İç Borçlanma (TL) fonlarının trend değiştirerek 272 milyon TL büyüdüğünü ve üçüncü çeyrek toplam büyümeye etkisinin %16 olduğunu hesaplıyoruz. Bu değişimi piyasalardaki dalgalanma ve belirsizliklerin artması ile nispeten az riskli fonlara geçişle açıklamak mümkün. Üçüncü çeyrekte büyüme göstermelerine rağmen, yılbaşından beri emeklilik fon türleri arasında 127 milyon TL ile küçülen tek fon türü hala Kamu İç Borçlanma (TL) fonları oldu.



# TÜRKİYE YATIRIM FONLARI PİYASASI

## Yatırım Fonları Sektöründe Net Satışlar

Temmuz-Eylül döneminde para piyasası fonlarına sağlanan 324,68 milyon TL'lik net para girişi önceki iki çeyrekte bu fonlardan yaşanan para çıkışının ardından en kayda değer gelişmeydi. Tahvil bono fonlarına para girişinin yarıdan fazla azaldığı gözlenirken, karma fonlara net para girişinde ise artış kaydedildi. Bu gelişmeler sonucu, yılın üçüncü çeyreğinde yatırım fonlarına net para girişi 1,118 milyon TL ile önceki çeyreğin yaklaşık iki katına çıktı.

### Net Satışlar (milyon TL)

FON TÜRLERİ	Ekim - Aralık 2013	Ocak - Mart 2014	Nisan-Haziran 2014	Temmuz-Eylül 2014
Hisse Senedi Yoğun	73,35	-13,07	-57,90	-74,42
Tahvil Bono	3796,13	-37,61	1.406,46	532,87
Para Piyasası	-532,15	-2.860,41	-929,90	324,68
Karma	-556,19	-616,78	177,55	321,49
Diğer	55,24	-196,72	-7,97	0,74
Fon Sepeti	2,21	21,66	-6,59	12,65
<b>TOPLAM</b>	<b>2.838,60</b>	<b>-3.702,93</b>	<b>581,65</b>	<b>1.118,03</b>

### Yatırım Fonları Büyüklük \*

YATIRIM FONLARI	Eylül 2013		Aralık 2013		Mart 2014		Haziran 2014		Eylül 2014	
	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı
Hisse Senedi Yoğun	1.114,9	63	1.082,3	62	1.066,5	63	1.137,8	64	1.062,4	63
Tahvil Bono	12.264,8	105	14.510,1	106	14.025,8	108	16.110,1	111	16.435,4	110
Karma	3.550,4	148	2.965,5	143	2.573,6	139	2.796,5	139	3.048,8	136
Para Piyasası	13.238,4	42	11.037,1	41	10.759,5	41	11.361,6	40	12.036,9	39
Diğer	1.063,3	62	991,5	62	1.271,7	90	1.282,8	82	1.293,6	80
Fon Sepeti	20,5	5	23,5	5	37,1	5	33,2	6	45,1	6
<b>TOPLAM</b>	<b>31.252,4</b>	<b>425</b>	<b>30.610,1</b>	<b>419</b>	<b>29.734,2</b>	<b>446</b>	<b>32.722,0</b>	<b>442</b>	<b>33.922,3</b>	<b>434</b>

\* Özel fonlar dahildir.

TKYD tarafından Rasyonet verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

## KYD ENDEKSLERİ

### KYD 1 AYLIK KAR PAYI ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER	HAFTALIK DEĞİŞİM (%)	AYLIK DEĞER	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TL	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	103,15	0,02	0,12	0,57	0,00		
	31.Tem.14	107,65	0,12	0,15	0,63	4,36		
	29.Ağu.14	108,29	0,02	0,14	0,72	4,98		
	30.Eyl.14	108,98	0,02	0,14	0,63	5,65		
USD	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	101,44	0,01	0,06	0,25	0,00		
	31.Tem.14	103,03	0,04	0,04	0,19	1,57		
	29.Ağu.14	103,21	0,01	0,04	0,22	1,75		
	30.Eyl.14	103,40	0,01	0,04	0,19	1,94		
EUR	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	101,37	0,01	0,05	0,24	0,00		
	31.Tem.14	102,96	0,04	0,04	0,19	1,56		
	29.Ağu.14	103,13	0,01	0,04	0,21	1,73		
	30.Eyl.14	103,30	0,00	0,03	0,16	1,90		

### KYD KİRA SERTİFİKALARI ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER	HAFTALIK DEĞİŞİM (%)	AYLIK DEĞER	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
KAMU	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	102,16	0,06	0,14	0,22	0,00		
	31.Tem.14	109,40	0,12	0,23	0,92	7,09		
	29.Ağu.14	109,67	0,11	0,25	0,37	7,35		
	30.Eyl.14	110,29	-0,01	0,08	0,57	7,96		
ÖZEL SEKTÖR	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	103,22	0,03	0,04	0,34	0,00		
	31.Tem.14	109,73	0,14	0,05	0,55	6,31		
	29.Ağu.14	110,57	0,02	0,18	0,90	7,12		
	30.Eyl.14	111,47	-0,10	0,03	0,82	7,99		

## KYD FON ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>A Tipi</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	698,09	4,00	-0,43	-6,32	-8,72
	31.Tem.14	827,76	0,31	1,24	4,98	18,57
	29.Ağu.14	803,89	0,28	1,65	-2,59	15,16
	30.Eyl.14	760,27	-0,14	-2,26	-5,43	8,91
<b>B Tipi</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	1295,48	0,02	0,07	0,40	4,14
	31.Tem.14	1360,45	0,12	0,15	0,61	5,02
	29.Ağu.14	1367,20	0,01	0,16	0,61	5,54
	30.Eyl.14	1375,12	0,00	0,10	0,58	6,15

## KYD O/N REPO ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>NET</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	365,12	0,02	0,11	0,52	4,89
	31.Tem.14	382,23	0,11	0,13	0,56	4,69
	29.Ağu.14	384,29	0,02	0,13	0,65	5,25
	30.Eyl.14	386,66	0,02	0,15	0,62	5,90
<b>BRÜT</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	491,05	0,02	0,13	0,61	5,78
	31.Tem.14	518,15	0,13	0,15	0,66	5,52
	29.Ağu.14	521,43	0,02	0,15	0,76	6,19
	30.Eyl.14	525,22	0,03	0,18	0,73	6,96

## KYD KAMU ENFLASYONA DAYALI BORÇLANMA ARAÇLARI ENDEKSİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>TÜFE</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	130,29	-0,44	-0,32	-0,46	1,65
	31.Tem.14	150,08	0,12	0,14	1,15	15,19
	29.Ağu.14	149,10	0,02	0,26	-0,54	14,44
	30.Eyl.14	150,20	-0,17	-0,27	0,74	15,28

## KYD EUROBOND ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>USD</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	272,92	0,05	-1,27	-2,39	-11,90
	31.Tem.14	311,60	-0,82	-0,81	0,80	14,17
	29.Ağu.14	314,96	0,23	0,65	0,25	15,40
	30.Eyl.14	306,33	-0,43	-1,51	-2,74	12,24
<b>USD - TL</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	354,22	-0,13	1,06	3,08	5,58
	31.Tem.14	404,99	1,15	1,23	1,46	14,33
	29.Ağu.14	414,16	0,07	-0,19	3,44	16,92
	30.Eyl.14	424,99	-0,50	0,49	2,61	19,98
<b>EUR</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	214,98	-0,07	-0,44	-0,58	-0,99
	31.Tem.14	232,21	-0,10	0,06	0,87	8,03
	29.Ağu.14	233,61	0,05	0,69	0,49	8,65
	30.Eyl.14	232,86	-0,25	-0,54	-0,23	8,41
<b>EUR-TL</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	367,30	-0,15	2,63	6,27	23,88
	31.Tem.14	386,16	1,41	1,30	-0,87	4,97
	29.Ağu.14	387,01	-0,22	-0,83	1,65	5,38
	30.Eyl.14	389,75	-0,83	-0,47	0,87	6,28

## KYD ALTIN FİYAT ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>Ağırlıklı Ort.</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	82300,27	-0,42	2,43	1,71	-13,86
	31.Tem.14	88650,99	1,78	1,68	-1,72	7,72
	29.Ağu.14	89267,96	-0,64	-0,26	2,49	8,47
	30.Eyl.14	88696,17	-0,75	0,74	-0,64	7,77
<b>Kapanış</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	81542,04	-1,53	1,34	0,29	-14,72
	31.Tem.14	88189,39	1,22	1,11	-2,40	8,15
	29.Ağu.14	89213,14	-0,81	-0,17	2,39	9,41
	30.Eyl.14	88683,72	-0,95	0,68	-0,59	8,76

## KYD KAMU İÇ BORÇLANMA ARAÇLARI ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>91 GÜN</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	965,10	0,02	0,09	0,58	6,42
	31.Tem.14	1019,08	0,10	0,13	0,73	5,59
	29.Ağu.14	1025,02	0,03	0,20	0,69	6,21
	30.Eyl.14	1031,64	-0,04	0,05	0,65	6,90
<b>182 GÜN</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	1239,18	0,02	0,03	0,50	6,10
	31.Tem.14	1316,10	0,08	0,11	0,69	6,21
	29.Ağu.14	1321,89	0,00	0,28	0,52	6,67
	30.Eyl.14	1326,81	-0,01	-0,16	0,37	7,07
<b>365 GÜN</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	1211,56	0,05	-0,13	-0,07	4,08
	31.Tem.14	1297,39	0,01	0,02	0,57	7,08
	29.Ağu.14	1300,26	0,07	0,44	0,23	7,32
	30.Eyl.14	1302,04	-0,09	-0,28	0,14	7,47
<b>547 GÜN</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	273,66	-0,01	-0,31	-0,66	1,95
	31.Tem.14	295,95	-0,07	-0,05	0,41	8,15
	29.Ağu.14	295,41	0,09	0,36	-0,26	7,95
	30.Eyl.14	294,66	-0,07	-0,68	-0,25	7,68
<b>TÜM</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	1099,25	-0,01	-0,48	-1,59	-0,56
	31.Tem.14	1210,80	-0,52	-0,42	0,22	10,15
	29.Ağu.14	1209,69	0,14	0,80	-0,61	10,05
	30.Eyl.14	1189,97	0,01	-1,43	-1,63	8,25
<b>KYD Kısa</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	130,89	0,02	0,00	0,40	5,56
	31.Tem.14	138,76	0,07	0,09	0,66	6,02
	29.Ağu.14	139,42	0,03	0,30	0,54	6,52
	30.Eyl.14	139,94	-0,06	-0,13	0,38	6,92
<b>KYD Orta</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	132,28	-0,03	-0,31	-1,05	1,40
	31.Tem.14	143,49	-0,13	-0,08	0,39	8,48
	29.Ağu.14	143,15	0,11	0,45	-0,38	8,21
	30.Eyl.14	142,58	-0,02	-0,67	-0,40	7,78
<b>KYD Uzun</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	135,71	-0,01	-1,04	-3,67	-8,89
	31.Tem.14	153,28	-0,94	-0,78	-0,06	12,95
	29.Ağu.14	152,69	0,19	1,12	-1,32	12,51
	30.Eyl.14	148,42	0,04	-2,15	-2,80	9,36

## KYD 1 AYLIK GÖSTERGE MEVDUAT ENDEKSİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>TL</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	132,76	0,02	0,14	0,66	7,20
	31.Tem.14	139,77	0,14	0,16	0,69	5,28
	29.Ağu.14	140,69	0,02	0,16	0,79	5,98
	30.Eyl.14	141,69	0,02	0,16	0,71	6,72
<b>USD</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	109,26	0,01	0,04	0,18	2,11
	31.Tem.14	110,43	0,03	0,03	0,13	1,07
	29.Ağu.14	110,57	0,00	0,03	0,15	1,19
	30.Eyl.14	110,71	0,00	0,03	0,13	1,32
<b>EUR</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	109,03	0,01	0,04	0,17	2,05
	31.Tem.14	110,16	0,03	0,03	0,13	1,03
	29.Ağu.14	110,29	0,00	0,03	0,15	1,16
	30.Eyl.14	110,43	0,00	0,02	0,12	1,28

## KYD ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI ENDEKSİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
<b>SABİT</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	127,52	0,01	0,13	0,68	7,03
	31.Tem.14	134,74	0,14	0,17	0,78	5,66
	29.Ağu.14	135,68	0,03	0,17	0,84	6,40
	30.Eyl.14	136,76	0,02	0,17	0,80	7,25
<b>DEĞİŞ-KEN</b>	31 Aralık 2012 - 31 Aralık 2013	133,04	0,03	0,18	0,78	8,49
	31.Tem.14	142,43	0,17	0,20	0,87	7,06
	29.Ağu.14	143,60	0,03	0,19	0,99	7,94
	30.Eyl.14	144,85	0,04	0,20	0,87	8,88

## Yatırım Fonlarında 2014 Üçüncü Çeyrek

### GENEL DEĞİŞİM :

2014 yılı üçüncü çeyrekte portföy değerlerindeki değişime bakıldığında, borsa yatırım fonlarında azalış görülürken, yatırım fonları ve emeklilik fonları portföy değerleri büyüme kaydetmiştir. Yatırım fonları %3,74 reel olarak %3,02, emeklilik fonları, %5,04 reel olarak da %4,32 artmıştır.

	İlk Tarih 3 Ay 01.07.2014	Son Tarih 01.10.2014	Değişim %	Reel Artış
Borsa Yatırım Fonları	229.412.223	190.871.991	-16,80%	-17,37%
Emeklilik Fonları	31.710.803.598	33.310.248.667	5,04%	4,32%
Yatırım Fonları	31.015.108.485	32.173.742.533	3,74%	3,02%

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 1/7/2014 ile 1/10/2014 verileri ile hesaplanmıştır.

### FONLARDA BÜYÜME

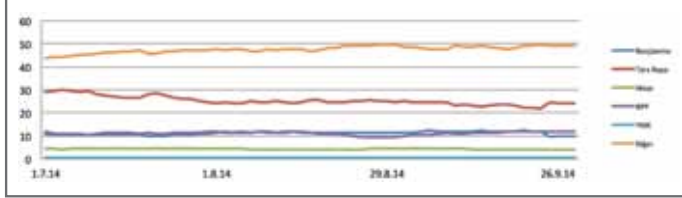
2014 yılı üçüncü çeyrekte borsa yatırım fonları katılımcı sayısı yüzde 4,05, emeklilik fonları katılımcı sayısı yüzde 8,34 oranında artarken, yatırım fonları katılımcı sayısı yüzde 1,94 azalmıştır. Tüm piyasa portföy değeri de reel olarak %3,61 artışla 65,675 milyon TL olmuştur.

	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim %	Reel Artış	İlk Kbss	Son Kbss	Değişim %	Reel Artış	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
Borsa Yatırım Fonları	229.412.223	190.871.991	-16,80%	-17,37%	889	925	4,05%	3,34%	0,36%	0,29%	
Emeklilik Fonları	Bireysel	29.107.414.893	30.626.270.373	5,22%	4,50%	14.943.680	16.215.055	8,51%	7,76%	46,24%	46,63%
	Gruplara Yönelik	2.603.388.705	2.683.978.294	3,10%	2,39%	424.168	434.555	2,45%	1,75%	4,14%	4,09%
		<b>31.710.803.598</b>	<b>33.310.248.667</b>	<b>5,04%</b>	<b>4,32%</b>	<b>15.367.848</b>	<b>16.649.610</b>	<b>8,34%</b>	<b>7,60%</b>	<b>50,37%</b>	<b>50,72%</b>
Yatırım Fonları	Emtia	439.685.928	415.063.691	-5,60%	-6,25%	55.619	54.532	-1,95%	-2,63%	0,70%	0,63%
	Esnek	1.172.008.249	1.251.556.796	6,79%	6,06%	26.471	26.142	-1,24%	-1,92%	1,86%	1,91%
	Fon Sepeti	7.729.189	10.136.013	31,14%	30,24%	169	297	75,74%	74,54%	0,01%	0,02%
	Hisse Senedi Yoğun	905.187.944	852.080.118	-5,87%	-6,51%	41.837	41.272	-1,35%	-2,03%	1,44%	1,30%
	Karma	533.324.976	508.415.464	-4,67%	-5,32%	275.742	277.142	0,51%	-0,18%	0,85%	0,77%
	Para Piyasası	24.121.237.675	24.944.213.152	3,41%	2,70%	2.612.918	2.548.171	-2,48%	-3,15%	38,31%	37,98%
	Tahvil Bono	3.643.983.143	3.920.467.432	7,59%	6,85%	233.839	233.621	-0,09%	-0,78%	5,79%	5,97%
	Uluslararası	191.951.380	271.809.866	41,60%	40,63%	9.950	12.079	21,40%	20,57%	0,30%	0,41%
	<b>31.015.108.485</b>	<b>32.173.742.533</b>	<b>3,74%</b>	<b>3,02%</b>	<b>3.256.545</b>	<b>3.193.256</b>	<b>-1,94%</b>	<b>-2,62%</b>	<b>49,27%</b>	<b>48,99%</b>	
Piyasa	<b>62.955.324.306</b>	<b>65.674.863.190</b>	<b>4,32%</b>	<b>3,61%</b>	<b>18.625.282</b>	<b>19.843.791</b>	<b>6,54%</b>	<b>5,81%</b>			

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 1/7/2014 ile 1/10/2014 verileri ile hesaplanmıştır. KBSS, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı

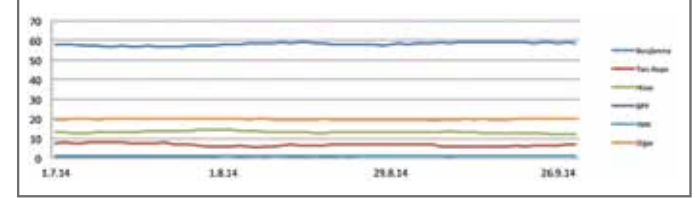
## YATIRIM FONLARININ VARLIK DAĞILIMI:

Yatırım fonlarının son üç aylık varlık oranları ortalamasına bakıldığında, Kamu Borçlanma %11, Repo %25, Hisse %4, Borsa Para %11 YMK %1, Diğer ise %48 seviyelerinde olduğu görülmektedir.



## EMEKLİLİK FONLARININ VARLIK DAĞILIMI:

Emeklilik fonlarının son üç aylık varlık oranları ortalamasına bakıldığında, Kamu Borçlanma %58, Repo %7, Hisse %13, Borsa Para %1, Yabancı Menkul %1, Diğer ise %20 seviyelerinde olduğu görülmektedir.



## FON ENDEKSLERİ:

2014 yılı üçüncü çeyrek fon endekslerine baktığımızda, karma, hisse ve emtia fon endekslerinin dönemi negatif getiri ile kapattığını, geri kalan endekslerin ise dönemi pozitif getiri ile tamamladığını görüyoruz. Yüzde 4,52 ile uluslararası fon endeksi en yüksek getiriyi elde ederken, yüzde -3,81 ile hisse senedi yoğun fon endeksi en düşük getiriyi elde etmiştir.

	Ağırlık	Adet	İlk Değer	Son Değer	Değişim %
Para Piyasası Fonu Endeksi	32,07	15	117,18	119,23	1,75
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	3,23	15	118,81	120,46	1,38
Karma Fon Endeksi	0,71	15	130,50	127,12	-2,59
Hisse Senedi Yoğun Fon Endeksi	0,48	10	151,45	145,69	-3,81
Uluslararası Fonlar Endeksi	0,18	6	123,30	128,88	4,52
Esnek Fonlar Endeksi	1,04	25	118,73	119,88	0,97
Fon Sepeti Endeksi	0,02	1	133,09	137,15	3,05
Emtia Fonları Endeksi	0,48	5	89,32	88,08	-1,39
FM 30 Endeksi	53,07	30	119,36	119,80	0,37
FM 50 Endeksi	63,81	50	120,23	120,64	0,34

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 1/7/2014 ile 1/10/2014 verileri ile hesaplanmıştır.

# AtaTradeBook

Sanal para, gerçek borsa deneyimi

## Türkiye'nin tek sosyal borsa simülasyonu

AtaTradeBook ile piyasaları izlerken işlem yapabilir, diğer yatırımcıları takip edebilir, onları kopyalayıp birbirinize düello açabilir, ödüller kazanabilirsiniz.



www.atatradebook.com

# SEKTÖR VERİLERİ

## TÜR BAZINDA BÜYÜKLÜKLER VE DEĞİŞİMLER:

2014 yılı üçüncü çeyreğinde, bireysel emeklilik fonlarının portföy değerleri %5,22 reel olarak %4,50 oranında artarken, gruplara yönelik emeklilik fonları ise %3,10 reel olarak da %2,39 oranında artmıştır.

Yatırım fonlarında, hisse senedi yoğun fonların portföy değeri %5,87, karma fonların %4,67, emtia fonlarının %5,60

azaldığı gözlenirken, tahvil bono fonlarında %7,59 artış kaydedilmiştir.

Piyasanın %37,98 gibi büyük bir kısmını oluşturan para piyasası fonları ise %3,41 oranında artmıştır.

Dönemin dikkat çekici bir gelişimi ise portföy değerinde %41,60 artış yaşanan Uluslararası fonlarda izlenmiştir.

		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim %	Reel Artış	İlk Kbss	Son Kbss	Değişim %	Reel Artış	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
<b>Borsa Yatırım Fonları</b>		15	15	229.412.223	190.871.991	-16,80%	-17,37%	890	925	3,93%	3,22%	0,36%	0,29%	
<b>Emeklilik Fonları</b>	<b>Bireysel</b>	Büyüme Amaçlı Fonlar	33	34	4.356.743.867	4.385.645.988	0,66%	-0,03%	2.093.438	2.166.284	3,48%	2,77%	6,92%	6,68%
		Diğer Fonlar	78	83	8.583.026.914	9.294.580.052	8,29%	7,55%	6.663.693	7.075.300	6,18%	5,45%	13,63%	14,15%
		Gelir Amaçlı Fonlar	59	59	13.300.895.172	13.942.760.633	4,83%	4,11%	4.633.927	4.813.111	3,87%	3,16%	21,13%	21,23%
		Para Piyasası Fonları	22	22	2.866.748.940	3.003.283.700	4,76%	4,04%	1.552.622	2.160.360	39,14%	38,19%	4,55%	4,57%
		<b>192</b>	<b>198</b>	<b>29.107.414.893</b>	<b>30.626.270.373</b>	<b>5,22%</b>	<b>4,50%</b>	<b>14.943.680</b>	<b>16.215.055</b>	<b>8,51%</b>	<b>7,76%</b>	<b>46,24%</b>	<b>46,63%</b>	
	<b>Gruplara Yönelik</b>	Büyüme Amaçlı Fonlar	7	7	231.217.831	218.711.919	-5,41%	-6,06%	107.355	107.928	0,53%	-0,16%	0,37%	0,33%
		Diğer Fonlar	14	14	894.889.831	907.580.543	1,42%	0,72%	122.325	126.947	3,78%	3,07%	1,42%	1,38%
		Gelir Amaçlı Fonlar	19	19	1.344.842.770	1.401.982.250	4,25%	3,53%	185.953	190.703	2,55%	1,85%	2,14%	2,13%
		Para Piyasası Fonlar	1	1	132.438.274	155.703.582	17,57%	16,76%	8.535	8.977	5,18%	4,46%	0,21%	0,24%
		<b>41</b>	<b>41</b>	<b>2.603.388.705</b>	<b>2.683.978.294</b>	<b>3,10%</b>	<b>2,39%</b>	<b>424.168</b>	<b>434.555</b>	<b>2,45%</b>	<b>1,75%</b>	<b>4,14%</b>	<b>4,09%</b>	
<b>Yatırım Fonları</b>	<b>Emtia</b>	17	17	439.685.928	415.063.691	-5,60%	-6,25%	55.619	54.532	-1,95%	-2,63%	0,70%	0,63%	
	<b>Esnek</b>	46	46	1.172.008.249	1.251.556.796	6,79%	6,06%	26.471	26.142	-1,24%	-1,92%	1,86%	1,91%	
	<b>Fon Sepeti</b>	1	2	7.729.189	10.136.013	31,14%	30,24%	169	297	75,74%	74,54%	0,01%	0,02%	
	<b>Hisse Senedi Yoğun</b>	Endeksli Fonlar	20	20	297.936.310	261.867.490	-12,11%	-12,71%	21.452	21.344	-0,50%	-1,19%	0,47%	0,40%
		Hisse Fonları	34	34	607.251.634	590.212.629	-2,81%	-3,47%	20.385	19.928	-2,24%	-2,91%	0,96%	0,90%
		<b>54</b>	<b>54</b>	<b>905.187.944</b>	<b>852.080.118</b>	<b>-5,87%</b>	<b>-6,51%</b>	<b>41.837</b>	<b>41.272</b>	<b>-1,35%</b>	<b>-2,03%</b>	<b>1,44%</b>	<b>1,30%</b>	
	<b>Karma</b>	Dengeli Karma Fonlar	33	33	515.983.511	491.149.131	-4,81%	-5,47%	272.461	271.114	-0,49%	-1,18%	0,82%	0,75%
		Hisse Karma Fonlar	8	8	17.341.464	17.266.333	-0,43%	-1,12%	3.281	6.028	83,72%	82,47%	0,03%	0,03%
		<b>41</b>	<b>41</b>	<b>533.324.976</b>	<b>508.415.464</b>	<b>-4,67%</b>	<b>-5,32%</b>	<b>275.742</b>	<b>277.142</b>	<b>0,51%</b>	<b>-0,18%</b>	<b>0,85%</b>	<b>0,77%</b>	
	<b>Para Piyasası</b>	Kısa Vadeli Bono Fonları	31	31	13.043.153.037	13.202.590.151	1,22%	0,53%	1.499.937	1.420.060	-5,33%	-5,97%	20,72%	20,10%
Likit Fonlar		38	38	11.078.084.639	11.741.623.001	5,99%	5,26%	1.112.981	1.128.111	1,36%	0,66%	17,60%	17,88%	
	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>24.121.237.675</b>	<b>24.944.213.152</b>	<b>3,41%</b>	<b>2,70%</b>	<b>2.612.918</b>	<b>2.548.171</b>	<b>-2,48%</b>	<b>-3,15%</b>	<b>38,31%</b>	<b>37,98%</b>		
<b>Tahvil Bono</b>	Endeksli Fonlar	1	1	9.227.444	6.148.166	-33,37%	-33,83%	32	27	-15,63%	-16,20%	0,01%	0,01%	
	Özel Sek. Tahvil Bono Fon.	13	13	1.115.088.811	1.242.770.144	11,45%	10,69%	7.919	8.265	4,37%	3,65%	1,77%	1,89%	
	Tahvil Bono Fonları	51	51	1.885.059.999	2.095.307.721	11,15%	10,39%	176.149	176.283	0,08%	-0,61%	2,99%	3,19%	
	Uzun Vadeli Tahvil Bono Fon.	28	28	634.606.889	576.241.401	-9,20%	-9,82%	49.739	49.046	-1,39%	-2,07%	1,01%	0,88%	
	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>3.643.983.143</b>	<b>3.920.467.432</b>	<b>7,59%</b>	<b>6,85%</b>	<b>233.839</b>	<b>233.621</b>	<b>-0,09%</b>	<b>-0,78%</b>	<b>5,79%</b>	<b>5,97%</b>		
<b>Uluslararası</b>	Hisse Fonları	8	8	106.825.611	136.506.316	27,78%	26,91%	4.756	6.538	37,47%	36,53%	0,17%	0,21%	
	Karma Fonlar	1	1	7.025.246	11.444.974	62,91%	61,80%	465	514	10,54%	9,78%	0,01%	0,02%	
	Tahvil Bono Fonları	8	8	78.100.523	123.858.577	58,59%	57,50%	4.729	5.027	6,30%	5,57%	0,12%	0,19%	
	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>191.951.380</b>	<b>271.809.866</b>	<b>41,60%</b>	<b>40,63%</b>	<b>9.950</b>	<b>12.079</b>	<b>21,40%</b>	<b>20,57%</b>	<b>0,30%</b>	<b>0,41%</b>		
<b>Piyasa</b>	<b>586</b>	<b>593</b>	<b>62.955.324.306</b>	<b>65.674.863.190</b>	<b>4,32%</b>	<b>3,61%</b>	<b>18.625.283</b>	<b>19.843.791</b>	<b>6,54%</b>	<b>5,81%</b>				

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 1/7/2014 ile 1/10/2014 verileri ile hesaplanmıştır. KBSS, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı, Reel artış aynı dönemdeki enflasyondan ayıştırılarak hesaplanmıştır.