

kurumsal

TEMMUZ - EYLÜL / JULY - SEPTEMBER 2009 SAYI ISSUE: 6

www.tkyd.org.tr

yatırımcı

TÜRKİYE KURUMSAL YATIRIMCI YÖNETİCİLERİ DERNEĞİ TARAFINDAN ÜÇ AYDA BİR YAYINLANIR.

**YATIRIM FONLARINDA
STRES TESTİ UYGULAMALARI**

**KRİZ VE DÜNYADA
EMEKLİLİK PİYASALARI**

BORSA YATIRIM FONLARI

**EFAMA: ALTERNATİF
YATIRIM FON YÖNETİM
ŞİRKETLERİ DİREKTİFİ (AIFM)**

**Anket:
Özel Sektör
Tahvil İhraçları**



Sevgili Okurlar,

Küresel krizin yarattığı sarsıntı hafiflemiş görünüyor. Her ne kadar “en kötü” nün atlattığına dair iyi haberler gelse de, hükümetler ve piyasa düzenleyicilerinin aldıkları önlemlerle oluşturulmaya çalışılan yeni dünya düzeninde, sektörümüzün geleceğe yönelik beklenti ve ihtiyaçları çerçevesinde yoğun bir çalışma dönemi geçirmekteyiz .

Geçtiğimiz üç aylık dönemde, kolektif yatırım araçları sektörümüzün ihtiyaçlarının ortaya konularak çözüm önerilerinin geliştirilmesine yönelik gerek Yönetim Kurulu ve gerekse komitelerimiz faaliyetlerini sürdürdüler.

Her yıl geleneksel hale gelen ve bu yıl üçüncüsünü Antalya’da düzenlediğimiz ‘Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi Gelişim ve Değerlendirme Toplantısı’ ve SPK Başkanı Prof. Dr. Sayın Vedat Akgiray’la tanışma toplantısı öncelikli faaliyetlerimizdendi.

Dergimizin bu sayısında Antalya toplantısının detaylı notlarını bulabilirsiniz. Dergimizde ayrıca, Özel sektör tahvilleri ihracına yönelik anket çalışması, yatırım fonlarında stres testi uygulaması, bireysel emeklilik sistemine ilişkin bir analiz, borsa yatırım fonları, değerli finans profesörü Salih Neftçi’nin anısına hazırladığımız bir bölüm, EFAMA ve değerli iktisatçılarımızın kriz değerlendirmesine yönelik çalışmalarına yer verdik.

Derneğimizin 10. kuruluş yılını kutlayacağımız 2009 yılı bizim için ayrı bir önem taşıyor. Kurucularından biri olarak, geçtiğimiz 10 yılda yurt içi ve yurt dışında birçok önemli faaliyet gerçekleştirdiğimizi, yaşanan sıkıntılı dönemlere rağmen sektörümüzün gelişmesine büyük katkı sağladığımızı gururla ifade edebilirim.

Sonbaharda 10.yılımızı bütün finans sektörü ve kamu otoritemizle birlikte kutlamayı arzu ediyoruz. Bu vesileyle, Derneğimizin kuruluşunda ve bugünlere gelmesinde desteği olan herkese gönülden teşekkür ederim.

Hepinize keyifli okumalar diliyorum.

Saygılarımla,

Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Yönetim Kurulu Başkanı



Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Başkanı

“Derneğimizin 10. kuruluş yılını kutlayacağımız 2009 yılı bizim için ayrı bir önem taşıyor. Kurucularından biri olarak, geçtiğimiz 10 yılda yurt içi ve yurt dışında birçok önemli faaliyet gerçekleştirdiğimizi, yaşanan sıkıntılı dönemlere rağmen sektörümüzün gelişmesine büyük katkı sağladığımızı gururla ifade edebilirim.”

kurumsal yatırımcı

Türkiye Kurumsal Yatırımcı
Yöneticileri Derneği
adına İmtiyaz Sahibi
Gür Çağdaş

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü
Tülin Özaydın

Yayın Kurulu
Dr.Alp Keler
Celal Reyhan
Cenk Aksoy
Halim Çun
İlhami Koç
Tayfun Oral

Danışma Kurulu
Dr.Ahmet D.Erelçin
Belma Öztürkcal
Cem Yalçınkaya
Didem Gordon
Dr.Gürman Tevfik
Hasan Güzelöz
Hüseyin Ergin
Meltem Karasu
Murat Ögel
Ömer Yenidoğan
Zafer Onat

Reklam Müdürü
Selin Sözer

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

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

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

Baskı
Mart Matbaacılık
Tel: 0212-321 23 00

TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi, TKYD tarafından
yatırımcıların bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır.
Bu dergide yer alan her türlü haber, bilgi ve yorumlar;
güvenilir olduğuna inanılan Kaynaklar tarafından
hazırlanmış araştırma raporları, değerlendirmeler, atıflar,
çeviriler ve istatistikî verilerden derlenmiştir.

Dergide yer alan tüm yazılar ve içeriklerinden yazarları
sorumludur. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla
kullanılmasından doğabilecek zararlardan TKYD Kurumsal
Yatırımcı dergisi sorumlu değildir. Raporlarda yer alan bilgiler
kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

içindekiler

4 SEKTÖRDEN HABERLER

7 TKYD'DEN

TKYD yönetimi, SPK Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray ile bir araya geldi

8 Antalya sektör toplantısı

10 KAPAK

TKYD ANKETİ

ÖZEL SEKTÖR TAHVİL
(ÖST) İHRACI



14 SÖYLEŞİ: ÖST İHRAC ARTIŞI ÜRÜN ÇEŞİTLİLİĞİ

SAĞLAYACAK Kürşad Öçel, Koç Tüketici Finansmanı A.Ş. Genel Müdürü



18 RİSK YÖNETİMİ

**YATIRIM FONLARINDA STRES
TESTİ UYGULAMASI**

Doç.Dr.Evren Bolgün
(İş Yatırım A.Ş. Risk Yönetimi Müdürü)

24 EKONOMİST GÖRÜŞ

**TÜRKİYE EKONOMİSİNİN GÖRÜNÜMÜNDE İÇ POLİTİKALARIN
ÖNEMİ ARTIYOR...**

Sengül Dağdeviren (ING Bank, Baş Ekonomist)

28 FON YÖNETİMİ

28 DenizBank Özel Bankacılık Fonları

Metin Türkes

Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.

30 Şeker Yatırım B Tipi Altın Fonu

Bülent Ülke

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Portföy Yönetim Müdürü

32 ARAŞTIRMA

KRİZ VE DÜNYADA EMEKLİLİK PİYASALARI

Mehmet Ali Ersan

AK Portföy Yönetimi A.Ş. / Genel Müdür Yardımcısı

36 PORTFÖY YÖNETİMİ

Türkiye Ashmore'un yatırım radarında önemli bir ülke
Johan Hattingh
Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş. / Genel Müdürü

38 AKADEMİK

Kriz dönemlerinde geleceğin belirsizliği ve yeni finansman
Prof. Dr. Erişah Arıcan
Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık
Yüksek Okulu Müdürü

40 SALİH NEFTÇİ ANISINA

Yakın çalışma arkadaşı Turan Gökçe Bali'den
Salih Neftçi anısına

42 SEKTÖR ANALİZİ

Borsa Yatırım Fonları
Duygu Özer
Finans Portföy Yönetimi / Satış Pazarlama Grup Yöneticisi

**48 EFAMA**

Alternatif Yatırım Fon Yönetim Şirketleri Direktifi (AIFM)
Cenk AKSOY
İş Portföy Yönetimi A.Ş. / Genel Müdür Yardımcısı

54 EFAMA

UCITS Pazarında Trendler

56 MEVZUAT

GERÇEK KİŞİLER AÇISINDAN MENKUL
KIYMET GELİRLERİNİN VERGİ YÜKLERİ
VE VERGİLENDİRİLME ESASLARININ
DEĞİŞİM OLASILIKLARI
Hüseyin Ergin
Sigma Yeminli Mali Müşavirlik / Yeminli Mali Müşavir

58 OECD RAPORU / DERLEME

YATIRIM POLİTİKALARI VE EKONOMİK KRİZLER:
GEÇMİŞTEN DERSLER

60 FON DÜNYASI

Halim Çun
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

ABD para piyasası fonlarında yeni düzenlemeler geliyor

61

FINRA, "yenilikçi" fon ürünleri konusunda uyardı
Lipper Avrupa'da fon sayısının aşırı artışından endişeli

62

Black Rock, Barclays'i 13.5 milyar dolara satın alarak dünyanın en büyük fon yöneticisi olacak
Deloitte küresel anketi mali sektör risk yönetiminde eksikleri ortaya koydu

63 YATIRIMCI KİTAPLIĞI**67 KONFERANS AJANDASI****68 KYD ENDEKSLERİ****69 SEKTÖR VERİLERİ**

SEKTÖRDEN HABERLER

YENİ İHRAÇLAR:

Katılma payları kayda alınanlar

- 1. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**
Trend Takibi Serbest Yatırım Fonu
- 2. Türkiye Garanti Bankası A.Ş.**
Serbest Fonu
- 3. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.**
İstanbul Serbest Yatırım Fonu

YENİ FAALİYET İZİNLERİ:

1. Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin, 100 Milyon TL. başlangıç tutarlı "Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Esnek Alternatif Emeklilik Yatırım Fonu" unvanlı emeklilik yatırım fonunun katılma payları kayda alındı.
2. Kare Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, kurucusu olduğu 20 milyon TL başlangıç tutarlı "Kare Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Likit Fon"un 1. tertip katılma payları kayda alındı.
3. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin 500.000.000 TL başlangıç tutarlı "Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. Garantili Şemsiye Fonu"nun 50.000.000.000 adet katılma payları kayda alındı.
4. HSBC Bank A.Ş.'nin 2.000.000.000 TL başlangıç tutarlı

"HSBC Bank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu"nun 200.000.000.000 adet katılma payları kayda alındı.

5. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin 3.000.000.000 TL başlangıç tutarlı "Türk Ekonomi Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu"nun 300.000.000.000 adet katılma payları kayda alındı.
6. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin 1.000.000.000 TL başlangıç tutarlı "Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. Garantili Şemsiye Fonu"nun 100.000.000.000 adet katılma payları kayda alındı.
7. Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin her biri 1.000.000.000 TL başlangıç tutarlı "Türkiye Garanti Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu" ile "Türkiye Garanti Bankası A.Ş. Garantili Şemsiye Fonu"nun her biri 100.000.000.000 adet katılma payları kayda alındı.

8. Akbank T.A.Ş.'nin 1.200.000.000 TL başlangıç tutarlı "Akbank T.A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu"nun 120.000.000.000 adet katılma payları kayda alındı.

9. Fortis Bank A.Ş.'nin, kurucusu olacağı 500.000.000 TL başlangıç tutarlı Fortis Bank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'nun 50.000.000.000 adet katılma payları kayda alındı.

10. Finansbank A.Ş.'nin 1.000.000.000 TL başlangıç tutarlı "Finansbank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu"nun 100.000.000.000 adet katılma payları kayda alındı.

11. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 50.000.000 TL başlangıç tutarlı "B Tipi Tahvil ve Bono Fonu" ile 15.000.000 TL başlangıç tutarlı "A Tipi Değişken Fon"un katılma payları kayda alındı.

12. Deniz Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin her biri 2 milyar TL başlangıç tutarlı "Esnek Emeklilik Yatırım Fonu", "Likit Emeklilik Yatırım Fonu", "Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu", "Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu", "Gelir Amaçlı Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu", "Gruplara Yönelik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu" ve "Gruplara Yönelik Esnek Emeklilik Yatırım Fonu" unvanlı emeklilik yatırım fonlarının kuruluşuna izin verildi.

ÖZEL DURUMLAR:

1. 1. A) Legg Mason Global Funds FCP (Luxemburg) şemsiyesi altında yer alan Legg Mason Europe (ex UK) Equity Fund, Legg Mason Managed Solutions Sicav şemsiyesi altında yer alan Legg Mason Select Balanced Portfolio (USD) ve Legg Mason Select Growth Portfolio (USD) alt fonlarının Kurul kaydında olmayan ve satışı yapılamayan fonlar ile birleştirilmesi sonucu infisah edecekleri göz önüne alınarak Legg Mason Europe (ex UK) Equity Fund, Legg Mason Select Balanced Portfolio (USD) ve Legg Mason Select Growth Portfolio (USD) alt fonlarının bu aşamada yeni pay satışının durdurulmasına,

B) Temsilci kuruluş Citibank A.Ş. tarafından birleşme işleminin hukuki olarak tamamlanma tarihine kadar yatırımcılardan gelecek fon katılma payı iade talebi talimatlarının karşılanmasını sağlamak üzere gerekli işlemlerin tesis edilmesi gerektiğinin ve mevcut fon yatırımcılarına ilişkin olarak Citibank A.Ş.'nin yükümlülüklerinin devam ettiğinin Citibank A.Ş.'ye bildirilmesine karar verildi.

2. T. İş Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu 50.000.000 TL tutarlı "T. İş Bankası A.Ş. B Tipi İMKB 30 Endeksinin Düşeceğini Öngören Yatırımcılara Yönelik %100 Koruma Amaçlı Yatırım

Fonu"nun "T. İş Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu"na; 50.000.000 TL tutarlı "T. İş Bankası A.Ş. B Tipi İMKB 30 Endeksinin Yükselineceğini Öngören Yatırımcılara Yönelik %100 Koruma Amaçlı Yatırım Fonu"nun ise "T. İş Bankası A.Ş. Garantili Şemsiye Fonu"na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliklerine izin verildi.

3. Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin kurucusu olduğu "Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu"nun "Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Uzun Vadeli B Tipi Değişken Fonu"na; "Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. B Tipi Özel Portföy Yönetimi Değişken Fonu"nun "Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. B Tipi Varlık Yönetimi Hizmeti Değişken Fonu"na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliklerine izin verilmesine ve dönüşüme ilişkin duyuru metinlerinin yayımlandığı tarih ile yeni hususların yürürlüğe giriş tarihi arasında kalan süre zarfında başvuru konusu fonların yeni katılma payı satışlarının durdurulmasına karar verildi.

4. T. Vakıflar Bankası T.A.O.'nun kurucusu olduğu "T. Vakıflar Bankası T.A.O. B Tipi Büyüme Amaçlı Tahvil ve Bono Fonu"nun "T. Vakıflar Bankası T.A.O. B Tipi Havuz Likit Fon"na, "T. Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi Karma İlkadım Fonu"nun "T. Vakıflar Bankası T.A.O. B Tipi Değişken İlkadım Fonu"na ve "T. Vakıflar Bankası T.A.O. A Tipi Karma Bereket Fonu"nun, "T. Vakıflar Bankası T.A.O. B Tipi Altın Fonu"na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliklerine izin verilmesine ve dönüşüme ilişkin duyuru metinlerinin yayımlandığı tarih ile yeni hususların yürürlüğe giriş tarihi arasında kalan süre zarfında başvuru konusu fonların yeni katılma payı satışlarının durdurulmasına karar verildi.

5. Fon katılma payları nitelikli yatırımcılara arz edilmemiş olan Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin kurucusu olduğu "Piyasa Nötr Serbest Yatırım Fon"un tasfiye edilmesi talebi olumlu karşılandı.

6. Akbank T.A.Ş.'nin kurucusu olduğu ve yatırım dönemi sona eren Akbank T.A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Birinci Yatırım Fonu, Akbank T.A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı İkinci Yatırım Fonu ve Akbank T.A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Üçüncü Yatırım Fonu ile halka arzı henüz gerçekleştirilmeyen Akbank T.A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Dördüncü Yatırım Fonu, Akbank T.A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Beşinci Yatırım Fonu ve Akbank T.A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Yedinci Yatırım Fonu'nun tasfiye edilmesine karar verildi.

7. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Garantili Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara

Garantili Tarım Ürünleri Alt Fonu (Birinci Alt Fon)'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılandı.

8. Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Korumalı Birinci Alt Fonu'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılandı.

9. Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin kurucusu olduğu 50.000.000 TL başlangıç tutarlı "Ata Yatırım Türkiye İslami Market A Tipi Borsa Yatırım Fonu"nun katılma paylarının halka arzına ilişkin yıl sonuna kadar ek süre verilmesi talebinin, Seri:VII, No:10 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 22. maddesinin 3. fıkrasında fon içtüzüğü'nün ticaret siciline tescil tarihinden itibaren 3 ay olarak belirlenen süreye ek olarak 3 aylık ek süre verilmesi suretiyle olumlu karşılanmasına karar verildi.

10. Raymond James Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin kurucusu olduğu "Raymond James Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Değişken Fonu", "Raymond James Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. B Tipi Değişken Fonu", "Raymond James Yatırım Menkul Kıymetler B Tipi Likit Fon" ve "Raymond James Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. A Tipi Karma Fon"un tasfiye edilmesine ilişkin talebi olumlu karşılandı.

11. Avivasa Hayat ve Emeklilik A.Ş.'nin kurucusu olduğu Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Grup Emeklilik Yatırım Fonu'nun Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu-Grup bünyesinde birleştirilmesine karar verildi.

12. Millenium Bank A.Ş.'nin kurucusu olduğu A Tipi Değişken Fon'un, B Tipi Değişken Fon'a dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmesine karar verildi.

13. HSBC Bank A.Ş.'nin kurucusu olduğu ve yatırım dönemi sona eren "HSBC Bank A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Kırmızı Yatırım Fonu" ile halka arzı henüz gerçekleştirilmeyen "HSBC Bank A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Mavi Yatırım Fonu"nun tasfiye edilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

14. Fortis Bank A.Ş. B Tipi Özel Sektör Borçlanma Araçları Yabancı Menkul Kıymet Fonu'nun içtüzüğü'nün ticaret sicilinden terkin edilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

15. Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin "T. Garanti Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Yatırım Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı ABD Dolarının Yükselmesini Öngören Yatırımcılara Yönelik Birinci Alt Fonu"nun bi-

rinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılandı.

16. Ergoİsviçre Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin kurucusu olduğu Ergoİsviçre Hayat Sigorta A.Ş. B Tipi Değişken Fon ile Ergoİsviçre Hayat Sigorta A.Ş. A Tipi Değişken Fon'un Ergoİsviçre Sigorta A.Ş.'ye devredilmesi, fonların içtüzüklerinin tadil edilmesi ve kurucu değişikliğine ilişkin duyuru metninin yayımlandığı tarih ile yeni hususların yürürlüğe giriş tarihi arasında kalan süre zarfında başvuru konusu fonların yeni katılma payı satışına devam edilmesi talebi olumlu karşılandı.

17. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Garantili Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili Frekans Alt Fonu'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılandı.

18. Finansbank A.Ş.'nin kurucusu olduğu ve yatırım dönemi sona eren "Finansbank A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Eczacıbaşı İkinci Yatırım Fonu"nun tasfiye edilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

19. HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin kurucusu olduğu B Tipi Aktif Yönetimli Koruma Amaçlı Fonu'nun HSBC Bank A.Ş.'nin kurucusu olduğu Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na bağlı bir alt fon haline dönüştürülmesi ve unvanının "HSBC Bank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi Aktif Yönetimli Koruma Amaçlı Alt Fonu (Birinci Alt Fon)" olarak değiştirilmesine ilişkin talebi olumlu karşılandı.

20. HSBC Bank A.Ş.'nin kurucusu olduğu Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na bağlı "HSBC Bank A.Ş. B Tipi Koruma Amaçlı Yeşil Alt Fonu"nun (İkinci Alt Fon) birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılandı.

21. TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin kurucusu olduğu ve katılma payları halka arz edilmeyen TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Vadeli İşlemler Değişken Fonu'nun tasfiye edilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

22. Citibank A.Ş.'nin temsilcisi olduğu Legg Mason Global Funds FCP (Luxemburg) şemsiyesi altında yer alan Legg Mason Europe (ex UK) Equity Fund, Legg Mason Managed Solutions Sicav şemsiyesi altında yer alan Legg Mason Select Balanced Portfolio (USD) Fund ve Legg Mason Select Growth Portfolio (USD) Fund'ın Kurul kaydında olmayan fonlar ile birleştirilmesi sonucu tasfiye edilmeleri sebebiyle anılan fonların paylarının Kurul kaydından çıkarılmasına karar verildi.

30/03/2009 – 03/07/2009 döneminde yayınlanan SPK haftalık bültenlerinden derlenmiştir.

TKYD yönetimi, SPK başkanı ile bir araya geldi

2009 yılının ikinci çeyreği hem dünya finans piyasaları, hem de Türkiye açısından hareketli bir dönem oldu. 2008 Eylül ayından itibaren derin bir küresel kriz içine giren piyasalarda, hükümetlerin ve piyasa düzenleyicilerinin aldığı önlemler sayesinde "en kötü" nün geçtiğine dair sinyaller alınmaya başlandı. Temkinli olmaya devam eden piyasalar, en azından krizin hasarlarını görmek ve önümüzdeki dönem için alınabilecek yeni önlemleri düzenleme konusunda fırsat yakalamış oldular.

Derneğimiz yönetimi ve üyelerimizden oluşturulan komitelerimiz, ikinci çeyrekte de sektörün sorunlarını çözmeye ve yeni açılımlar geliştirmeye devam etmişlerdir. 2009 hedefleri doğrultusunda bir yandan sektör tanıtımı ve gelişimi, sorunların çözümüne yönelik TKYD yönetimi tarafından kamu otoriteleri ile karşılıklı

paylaşımlar sürdürülürken, İstanbul Finans Merkezi Projesi kapsamında kamu ile ortak çalışmalarda bulunulmuştur.

Komite çalışmalarının yanı sıra, derneğimiz Mayıs ayı sonunda Antalya'da geniş katılımlı bir sektör toplantısı düzenlemiştir. Ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Sayın Vedat Akgiray ile Derneğimiz yönetimi 2 Temmuz 2009 tarihinde yemekli bir toplantı ile bir araya gelerek, sektörün önümüzdeki dönem beklentileri konuşulmuştur. Özellikle sektörün önünü açacağına inandığımız Kolektif Yatırım Araçları mevzuatını düzenleyen yeni bir kanun hazırlanması konusu da gündeme getirilmiştir.

EFAMA'nın bu yıl Atina'da yapılan yıllık toplantısına Dernek Başkanımız Sayın Gür Çağdaş katılarak, hem bu yılki EFAMA Başkanlık seçimlerinde yönetim kurulu üyesi olarak oy kullanmış, hem de toplantıda sektör



temsilcileri ile bir araya gelerek dünyada ve Avrupa'daki son gelişmeleri değerlendirme olanağı bulmuştur. Ekim ayında Güney Kore'de 23.'sü yapılacak Uluslararası Yatırım Fonları Birliği (IIFA) Genel Kurulu'na da derneğimiz yönetiminden katılım olacaktır.

Derneğimizin kuruluşunun 10.yılı olması sebebiyle sonbaharda düzenlenecek olan 10.yıl kokteylimizde sektör temsilcilerimiz ve üst düzey kamu otoritelerimizle birlikte olmayı arzu ediyoruz.



KOLEKTİF YATIRIM ARAÇLARI YILLIK DEĞERLENDİRME VE GELİŞİM TOPLANTISI 2009

Antalya sektör toplantısı

TKYD Yönetim ve Denetim Kurulu üyeleri ile Kurumsal Üyeler, SPK, Maliye Bakanlığı, BDDK, Takasbank, İMKB ve İAB yetkililerinin katılımı ile Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi'nin değerlendirildiği "Kolektif Yatırım Araçları Yıllık Değerlendirme ve Gelişim Toplantısı", 30-31 Mayıs 2009 tarihlerinde Antalya Sheraton Otel'de yapıldı. Sabancı Üniversitesi Yönetim Birimleri Fakültesi, Öğretim Üyesi Oğuz Babüroğlu moderatörlüğünde ve 2007 yılından bu yana TKYD çatısı

altında gerçekleştirilen ve geleneksel hale gelen sektörel toplantının bu yılki programı daha da genişletilerek, sektör ve ilgili tüm kamu otoritelerinin bir araya geldiği geniş katımlı bir şekle dönüştü.

İlki 2007 yılında yapılan ve TKYD'nin vizyon, misyon ve hedeflerinin belirlendiği, sektör beklentilerinin SPK yetkilileri ile paylaşıldığı toplantı, önümüzdeki dönemde sektör paydaşlarını bir araya getiren, kolektif yatırım araçları endüstrisi yıllık değerlendirme toplantıları şeklinde devam edecek.

"Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi Yıllık Değerlendirme ve Gelişim Toplantısı" adı altında gerçekleştirilen 2009 toplantısında, geçtiğimiz yıl TKYD ve sektör tarafından gerçekleştirilen çalışmalar, mevzuat ve vergiye ilişkin gerçekleşen ve henüz gerçekleşmeyen konular anlatıldı. Önümüzdeki dönem için yapılması gerekenler ele alındı.

Belirlenen sektör ihtiyaç ve sorunları yapılan grup çalışmaları ile tartışılarak, sektör için çözüm önerileri geliştirilirken, sektörün beklentileri kamu otoriteleri ile paylaşıldı.



KRİZ VE SEKTÖR BEKLENTİLERİ ELE ALINDI

Ortak bir platformda bir araya gelen katılımcılar, Türkiye’de gelişen kolektif yatırım araçları ve portföy yönetimi endüstrisinin yeni dönemde nasıl bir yapılanma içinde olması gerektiğini, global krizin Türk finans sektörüne olan etkilerini ve sektör beklentilerini de görüştüler.

Ele alınan konular dört ana başlık altında toplandı: Kanun, Teşvikler, Ürün Çeşitlendirmesi ve Tanıtım. Ardından grup çalışmalarında, bu konularda yapılacaklar belirlendi.

KANUN

- Kolektif yatırım araçları kanunu çıkararak uluslararası standartlarda bir marka oluşturulması
- Portföy Yönetim Şirketlerinin bağımsızlaşmasının sağlanması
- TKYD’nin statüsünün Birlik olarak ele alınması ve kanunda yer alacak şekilde bir düzenlemeye gidilmesi,
- TKYD’nin İFM (İstanbul Finans Merkezi) Projesi ile olan sinerjisinin belirlenmesi ve İFM’nin desteklenmesi

TEŞVİKLER

- Uzun dönemli yatırım planlarının

“ Hem sektör hem de kamu kurumlarının çalışmaları önümüzdeki dönemde kolektif yatırım araçları endüstrisinin gelişmiş birçok ülke ile aynı standartlara ulaşmasına destek olacak. ”

oluşturulması ve teşvik edilmesi (bireysel teşviklerin kurumsal yatırımcılara da sağlanması)

- Bireysel Emeklilik Sistemi (BES)’nde katılımcıya daha fazla teşvik sağlanması ve sektörün daha da büyümesi için çalışmaların yapılması
- Vergide ürün bazlı değil prensip bazlı düzenleme yapılması
- Vakıflar, derneklerin fonlarının PYS’ler tarafından yönetilmesi

ÜRÜN ÇEŞİTLENDİRİLMESİ / GETİRİ SORUNU

- Özel sektör tahvilleri, türev araçlar, özel amaçlı ürünler (Korfaz Bölgesi’ne yönelik yatırım araçları),

farklı para cinsleri üzerinden yatırım fonları ihracı, emtiaya dayalı ürünlerin geliştirilmesi, anapara korumalı ve garantili fonlar, serbest fonlar, endekse dayalı ürünlerin artırılması, açık platform sisteminin oluşturulması, organize opsiyon piyasası

- Temettü politikasının yerleştirilmesi

EĞİTİM VE TANITIM / TALEBİN ARTIRILMASI

- TKYD’nin daha etkin bir şekilde sektörün tanıtımına yönelik çalışmalar yapması, Birlik statüsünün gerçekleştirilmesinin bu çalışmaları desteklemesi
- Kurumsal yatırım araçlarının güvenilirliğinin yatırımcılara anlatılması için gerekli tanıtım faaliyetlerinin yapılması, eğitim ve konferansların gerçekleştirilmesi
- TKYD’nin İFM ile olan sinerjisinin belirlenmesi ve İFM’nin desteklenmesi

Çıkan sonuçlar itibarıyla hem sektör hem de kamu kurumlarının çalışmaları önümüzdeki dönemde kolektif yatırım araçları endüstrisinin gelişmiş birçok ülke ile aynı standartlara ulaşmasına destek olacaktır.



Özel Sektör Tahvil (ÖST) İhracı

Sermaye piyasasının nabzı olma hedefiyle başlattığımız “Kurumsal Yatırımcı Anket Serisi”nin ikincisi, Özel Sektör Tahvili İhraçlarına ilişkin fon yöneticilerinin görüşlerini ortaya koydu.



“ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİNE TALEPTE EN FAZLA FAİZ VE SPREAD BELİRLEYİCİ OLUR”

Son yıllarda devletin azalan borçlanma ihtiyacı ve reel faiz oranlarındaki düşüşle, özel sektör borçlanma araçlarının ihracı önündeki önemli bir engel ortadan kalkmak üzere. Sermaye Piyasası Kurulu da, özel sektör borçlanma araçlarının ihracını artırmaya ve kolaylaştırmaya yönelik çalışmalar yaparak, mevcut yapıyı hem yeni borçlanma araçlarının sermaye piyasası mevzuatına kazandırılması yönünde esnekletirdi, hem de mevcut araçların ihracının daha kolay bir biçimde gerçekleştirilebilmesi için revize etti. 21 Ocak 2009 tarihinde yürürlüğe giren yeni "Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği" ile Kurulun borçlanma araçlarına ilişkin düzenlemeleri de tek bir tebliğ çatısı altında toplanmış oldu. Sermaye piyasasının nabzı olma hedefiyle başlattığımız "Kurumsal Yatırımcı Anket Serisi"nin ikincisinde, Özel Sektör Tahvili İhraçlarına ilişkin fon yöneticilerinin görüşlerini analiz ettik.

Anket çalışmasına 20 TKYD üyesi katılırken, bunlardan 12'si **“Önümüzdeki bir yılda Özel Sektör Tahvili (ÖST) ihraçlarında artış öngörüyor musunuz?”** şeklindeki ilk soruya 'evet' yanıtı verdi. Sekiz katılımcı ise 'hayır' dedi. **“ÖST ihracına gelecek talepte en fazla hangi unsurlar belirleyici olur?”** sorusunda altı cevap şikkından en fazla tercih edileni 19 yanıtla 'tahvil faiz ve spread' oldu.

Anketin **“Ne tür firmalardan ÖST ihracı bekliyorsunuz?”** sorusuna ise en fazla 'büyük şirketler' ve ardından 'finans şirketleri' yanıtları verildi.

“ÖST'İN GELİŞMESİNİ YÜKSEK FAİZ VE FAİZ DIŞI BORÇLANMA MALİYETLERİ ENGELLEDİ”

“Ülkemizde ÖST piyasasının gelişmemesini hangi nedenlere bağlıyorsunuz?” sorusu mevcut şıklar içinde 11 adet 'faiz oranlarının yüksek seviyesi', 10 adet 'faiz dışı borçlanma maliyetlerinde yükseklik' yanıtı aldı. 5 adet 'kredi riskinin yüksekliği', bir adet 'TL borçlanma ihtiyacının az olması' şeklinde yanıt geldi. Sorunun 'diğer' şikkını işaretleyenler tarafından belirtilen nedenler ise şöyle sıralandı:

- DİBS'ten farklı olarak %5 olarak uygulanan BSMV,
- ÖST'lerin repoya konu olamaması,
- ÖST'lerin kredili alım, açığa satış ve ödünç alma ve verme, halka arzlarda ve TPP (TakasBank Para Piyasası) işlemlerinde teminat olarak kabul edilmemesi,
- Uzun ihraç prosedürü

- Yüksek kamu borçlanmasının yarattığı dışlama etkisi
- Piyasa talebinin yeterli olmaması

“KREDİ DERECELENDİRMESİ ZORUNLU TUTULSUN”

Fon yöneticileri ÖST ihraç edecek firmanın kredi derecelendirmesinin de zorunlu tutulması gerektiğini düşünüyor. Anketin **“ÖST ihraç eden firma için kredi derecelendirmesi zorunlu tutulmalı mıdır?”** sorusuna 16 katılımcıdan 'evet' yanıtı geldi. Yalnız dört katılımcı 'hayır' dedi. SPK'nın yeni Tebliği'nin getirdiği en önemli yeniliklerden biri, borçlanma aracı halka arzlarında 'kredi derecelendirmesi' yapılması. Tebliğe göre kredi derecelendirmesi zorunlu değil ancak derecelendirme yapılması durumunda notun izahname ve sirkülerde açıklanması gerekiyor.

Anketin beşinci sorusu olan **“ÖST ihracına gelecek talepte en fazla hangi unsurlar belirleyici olur?”** altı cevap şikkından en fazla 'tahvil faiz ve spread' yanıtını aldı. 19 yanıt alan bu şikkı, 12 yanıtla 'genel ekonomik konjonktür', 11 yanıtla 'ihraçcının kredi notu' ve 8 yanıtla 'tahvil vadesi' izledi. 'ihraçcının kurumsal yönetim derecelendirme notu' şikkı ise bir adet yanıt aldı.

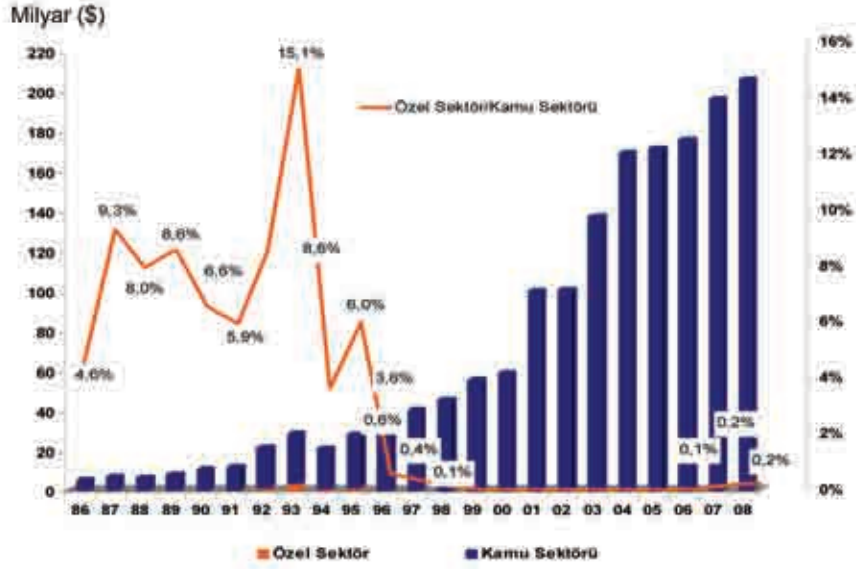
“Hisseleri İMKB-30 endeksinde yer alan bir firmanın ÖST ihracında yatırım yapmayı düşündüğünüz vade ve spread mevcut konjonktürde ne olur?” sorusuna yanıt verenler genel olarak vadeyi 1-2 yıl olarak belirtirken, iki yanıt 3-5 yıl olarak geldi. Spreadler ise, 13 kişiden 150-300 baz puan, dört kişiden 300 ve üzeri olarak verildi.

Anketin son olarak katılımcılara **“ÖST ihraçlarının artmasının hangi etkenlere bağlı olduğunu düşünüyorsunuz?”** sorusu soruldu. Katılımcıların cevapları;

- Katılımcılar bu soruya genellikle türk lirası faiz oranlarının gerilemesi
- Bankalardan kredi alımının zorlaşması
- Kurumların kredi dışında alternatif kaynak arayışı içinde bulunmaları
- Borçlanma maliyetlerinin gerilemesi
- İkinci el ÖST piyasasının gelişmesi
- Kriz sonrası piyasada güven ortamının oluşması
- Hazinesin ihraç ettiği tahvillerden hem vade hem faiz açısından daha avantajlı olması
- Hazinesin borçlanma ihtiyacının azalması
- Elke gelişmişliği
- Yatırım kültürünün artması yanıtlarını verdiler.
- Döviz cinsinden ihraçlara izin verilmesi
- İhraç başvuru sonrası
- İnceleme süresinin kısaltılması
- Borçlanma maliyetlerinin kamu - özel arasında eşitlenmesi
- İhraç maliyetlerinin azaltılması şeklinde yanıtladılar.

Özel sektör döviz tahvili ihracına ilişkin olarak TÜSİAD sermaye piyasaları çalışma grubu tarafından hazırlanan bir raporda özel sektörde özellikle gelirleri döviz üzerinden olan firmaların döviz bazlı tahvil ihracı talep ve ihtiyacının altı çizildi. Bu talep ve ihtiyaçlara yönelik görüşe yer verildi. Bu şekilde firmaların hem finansman ihtiyaçlarını karşılayabilecekleri hemde belirli kur risklerine karşı kendilerini korumalarına imkan sağlanabileceği belirtildi.

KAMU VE ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ STOK MİKTARLARI



Kaynak: SPK / İş Yatırım

KAMU VE ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ ÜLKE KARŞILAŞTIRMALARI

Milyar \$	Toplam Tahvil	Devlet Tahvili	Özel Sektör
Arjantin	81,7	83,0%	17,0%
Brezilya	839,5	74,5%	25,5%
Meksika	344,5	54,0%	46,0%
G. Afrika	110,4	60,7%	39,3%
G. Kore	1.079,8	44,3%	55,7%
Türkiye	205,6	99,8%	0,2%
Almanya	2.318,2	54,8%	45,2%
İtalya	2.792,6	59,3%	40,7%
İngiltere	1.299,7	67,6%	32,4%
Japonya	8.144,8	80,8%	19,2%
A.B.D.	23.380,4	27,2%	72,8%
Çin	1.368,0	67,4%	32,6%
Yunanistan	288,7	92,3%	7,7%

Kaynak: ECBC-Bloomberg / İş Yatırım

ÖST ihrac artışı ürün çeşitliliği sağlayacak



Kürşad Öcel
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.
Genel Müdürü

Türkiye’de son yıllarda en fazla ÖST ihracı yapan kurumlardan Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.’nin Genel Müdürü Kürşad Öcel, ÖST’lerin geleceğine ve sektör beklentilerine ilişkin TKYD’nin sorularını yanıtladı.

Özel sektör tahvillerinin (ÖST) Türkiye’deki gelişimi hakkında bilgi verebilir misiniz ?

Ülkemizde 1980’li yıllarda temelleri atılan sermaye piyasası, 2000’li yıllara kadar hızlı bir gelişim göstermiştir. Ancak özellikle makroekonomik alandaki olumsuz gelişmelerin etkisiyle, sermaye piyasaları daralma sürecine girmiş, süregelen yüksek reel faiz ve kamunun yüksek borçlanma ihtiyacı nedeniyle yatırımcılar alternatif yatırım araçlarına ihtiyaç duymamaya başlamışlardır. Ancak 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin ardından uygulanmaya başlanan ekonomik programın enflasyon ve reel faiz oranları üzerinde olumlu sonuçları 2003 yılından itibaren piyasalarda yoğun olarak gözlenmeye başlamıştır. Devletin azalan borçlanma ihtiyacı, ekonomik istikrar ve Avrupa Birliği’ne giriş sürecinin de başlamasıyla uluslararası

piyasaların Türkiye’deki sermaye piyasalarına olan güveninin artması sonucunda reel faiz oranları düşmüş, böylelikle özel sektör tahvillerinin bir borçlanma ve yatırım aracı olarak kullanılabilirliği artmıştır.

Bu gelişmelerin yanısıra, 2006 yılı Temmuz ayı itibariyle uygulamaya giren yeni vergi sistemi ile, kamu borçlanma senetleri ve özel sektör borçlanma senetleri arasındaki vergi kesinti oranları eşit hale getirilmiştir. Böylelikle ihracçı şirketlerin önünde ilave bir maliyet olarak ortaya çıkan vergi eşitsizliği konusu da sona ermiştir.

Ayrıca, 2007 yılına kadar, özel sektör borçlanma araçları ihraclarından alınmakta olan %0,6 oranındaki damga vergisi, 5582 sayılı “Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” ile 6 Mart 2007 tarihinde kaldırılmış, böylelikle özel sektör borçlanma araçlarının ihracı önündeki önemli bir engel daha or-

“ 2006 yılından bu yana özel sektörün uzun yıllardır yararlanamadığı özel sektör tahvilleri piyasasının yeniden canlanması, biz dahil pek çok kurumun bu piyasaya girme olanağının doğması, Türk Finans piyasalarının derinleşmesi açısından oldukça önemlidir. ”

tadan kalkmıştır.

Ancak son yıllarda yaşanan bu olumlu gelişmelere rağmen ihrac maliyetleri (yasal giderler ile aracılık hizmet ve yüklenim komisyonları, bağımsız denetim giderleri), özel sektör borçlanma araçlarının önündeki en önemli engel olarak kalma-ya devam etmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında, özellikle Güney Doğu Asya ülkelerinde özel sektör tahvilleri oldukça gelişirken, ülkemizde bu gelişimin sağlanamamasını hangi nedenlere bağlıyorsunuz?

Yukarıda da bahsedildiği gibi; 2006 yılı Temmuz ayına kadar yaşanan kamu borçlanma araçları ve özel sektör tahvilleri arasındaki vergi eşitsizliği konusu, 2007 yılına kadar özel sektör tahvillerinin ihrac tutarı üzerinden alınan %0,6 tutarındaki damga vergisi, ihrac maliyetlerinin yüksekliği, reel faiz oranlarının yüksekliği ve piyasaların makroekonomik bir istikrara sahip olamaması gibi sebepler yüzünden geçtiğimiz yıllarda bu ihraçlar istenilen düzeylere ulaşmamıştır.

Güney Doğu Asya ve diğer gelişmekte olan ülkelere baktığımızda ise; bu ülkelerde sermaye piyasası

ve ekonominin gelişiminin eş zamanlı ve bir bütün olarak ele alındığı, bireysel ve kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasına yönlendirildiği, ayrıca reel sektörün sermaye piyasasından fon sağlamaya özendirilmeye çalışıldığı görülmektedir. Dolayısıyla bu ülkelerde, yatırımcıların ve kaynak arayışında olan firmaların yeni enstrüman arayışına girmeleri ile birlikte sermaye piyasasının derinliği ve genişliği artmış, hem fon sağlamak isteyen kurumlara, hem de tasarruflarını değerlendirmek isteyen yatırımcılara risklerini daha kolay yönetebilecekleri bir piyasa yaratılmıştır.

Ülkemizde de bu gelişimin sağlanabilmesi için öncelikli olarak düşük reel faiz ortamında hem fon sağlamak isteyen kurumlara hem de tasarruflarını değerlendirmek isteyen yatırımcılara cazip gelecek özel sektör borçlanma araçlarının ihracının kolaylaştırılması ürün çeşitliliği sunulması ve teşvik edilmesi gerekmektedir.

SPK'nın yeni tebliği ÖST ihraçlarını teşvik edecek mi?

Yeni Borçlanma Tebliğinin önceki tebliğlere kıyasla daha sade ve daha anlaşılır olduğu görülmektedir. Yeni tebliğ ile ürün çeşitliliğinin arttığını ve eski tebliğe kıyasla uygulamaların sermaye piyasası mevzuatının çizdiği sınırlar dahilinde daha esnek olduğunu ve kısıtlamalara gidilmediğini görmekteyiz. Bu tebliğ ile beraber süreçlerin kolaylaştığını düşünüyor ve ekonomik koşulların da uygun olması durumunda özel sektör ihraçlarının artacağını düşünüyoruz.

Özel sektör tahvil ihraçlarının sermaye piyasasının gelişimi açısından önemi hakkındaki düşünceleriniz nelerdir?

2006 yılından bu yana özel sektörün uzun yıllardır yararlanamadığı özel sektör tahvilleri piyasasının yeniden canlanması, biz dahil pek çok kurumun bu piyasaya girme olanağının doğması, Türk Finans piyasalarının derinleşmesi açısından oldukça önemlidir.

Sermaye piyasalarında özel sektör menkul kıymet ihraçlarının artırılmasına yönelik atılacak adımlar, gerek ihraççılar, gerekse yatırımcılar açısından ürün çeşitliliği sağlayacaktır. Bu nedenle mevzuatta yeni ürünlerin geliştirilmesine olanak tanıyacak esnekliklerin ve düzenlemelerin yapılması önemlidir.

2005 yılından beri en fazla ÖST ihracı gerçekleştiren kurumlardan birisiniz. Bugüne kadar toplam ihracınız ne kadardır?

Şirketimizin Ekim 2005'den bugüne kadar gerçekleştirmiş olduğu 8 adet





menkul kıymet ihraç tutarının nominal tutarı 593 milyon TL'dir. Bu tutarın 343 milyon TL nominal değeri halka arz edilmeksizin, 250 milyon TL nominal değeri ise halka arz edilmek suretiyle ihraç edilmiştir. Haziran sonu itibariyle varolan menkul kıymet ihraç tutarımız 250 milyon TL nominal değerdedir.

Yeni ihraçlar planlıyor musunuz?

Şirket olarak özel sektör borçlanma senetlerinin ihracı yoluyla borçlanmayı planladığımız dönemlerde ihraç maliyetini banka kredisi ile kıyaslamakta, sağlanacak olan fonun maliyetini ve vade yapısını dikkate alarak bu iki seçenek arasında tercihimizi yapmaktayız. Planlanan nakit akışımız çerçevesinde borçlanma ihtiyacımız olan dönemlerde özel

sektör menkul kıymet ihraçları her zaman değerlendirdiğimiz bir borçlanma enstrümanı olarak yer almaktadır.

Şirket olarak kredi derecelendirmeniz var mıdır?

Şirketimizin kredi derecelendirmesi bulunmamaktadır, zaten yürürlüğe giren yeni borçlanma tebliği ihraç edilecek borçlanma araçlarına ilişkin olarak kredi derecelendirmesi yapılmasını zorunlu tutmamış, ancak önceki tebliğlerde yer almayan bu kavramı kapsamına dahil ederek gerektiğinde ihraççıların kredi derecelendirmesi yapmalarının önünü açmıştır.

ÖST ihraçlarının artışı sağlamak amacıyla mevzuatımızda ve vergi

sistemimizde neler yapılması gerektiğini düşünüyorsunuz?

Özel sektör menkul kıymet ihraçlarında karşılaşılan kısıtlar dikkate alındığında, aşağıdaki konularda yeni düzenlemelerin gerektiği görülmektedir.

- SPK Kayda Alma Ücretlerinin gözden geçirilmesi, oranın düşürülmesi ve toplam ücret tutarına bir üst limit getirilmesi,
- İzahname ve sirkülerde doğrudan ihraç fiyatının değil, halka arz gününde ihraç fiyatının nasıl hesaplanacağına ilişkin yöntemin açıklanması,
- Yatırımcı güvenini sağlamak için özel sektör borçlanma araçlarının Yatırımcı Koruma Fonu kapsamına alınması,
- Özel sektör tarafından ihraç edilen bono ve tahvillerin şirketler tarafından kamu sektörü bono ve tahvillerinde olduğu gibi banka kredilerine teminat olarak gösterilebilmesine yönelik düzenlemelerin gerçekleştirilmesi,
- Yeni ürünlerin geliştirilmesine olanak tanıyacak esnekliklerin ve düzenlemelerin yapılması (farklı döviz cinsleri üzerine, farklı değişkenlere endeksli, değişik menkul kıymetleştirme olanakları sunan vb)
- İcra İflas Kanunu'nda yapılabilecek düzenlemelerle tahvil alacaklarının çek ve poliçe alacaklıları karşısındaki dezavantajının giderilmesi, tasfiyede alacak sırasının öne alınması,
- Özel sektör bono ve tahvillerinin; bankalar tarafından, İMKB Repo Piyasası, Takasbank Para Piyasası ve TCMB'den sağlanan fonlarda borçlanma teminatı olarak kullanılabilmesine yönelik düzenlemelerin gerçekleştirilmesi, bankalar ve finans kurumlarının da bu enstrümana ilgi göstermesini sağlayacaktır.

HSBC'de sizin için
bir çözüm
mutlaka var

TUTTUĞUNUZ
FON
ALTIN
OLSUN

"Altından vazgeçmem" diyenlere
hem alım satım kolaylığı hem de
küçük miktarlarda yatırım imkânı sunan
HSBC Yatırım B Tipi Altın Fonu HSBC'de!

Yatırım Fonları

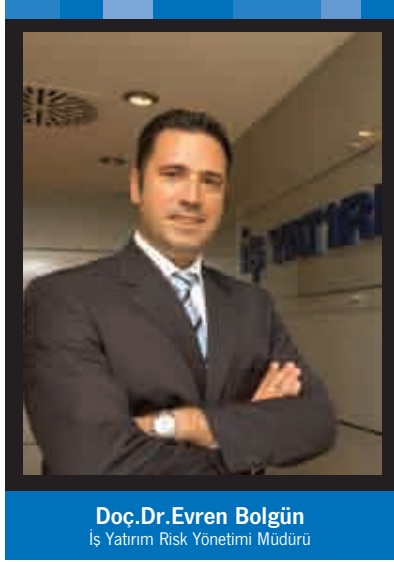
Araştırı - 444 0 111
Tıklayın - www.hsbc.com.tr
Ziyaret edin - HSBC Bank Şubeleri

HSBC 
Dünyanın yerel bankası

Yatırım fonlarında **stres testi** uygulaması



A.B.D.'nde toksik finansal varlıkların yarattığı zararların banka bilançoları ile sermaye üzerindeki olumsuz etkisini ölçmek üzere gündeme gelen “Stres Testi” çalışmaları risk yönetimi alanında uzun yıllardır uygulanmakta olan önemli bir karar destek aracıdır.



Doç. Dr. Evren Bolgün
İş Yatırım Risk Yönetimi Müdürü

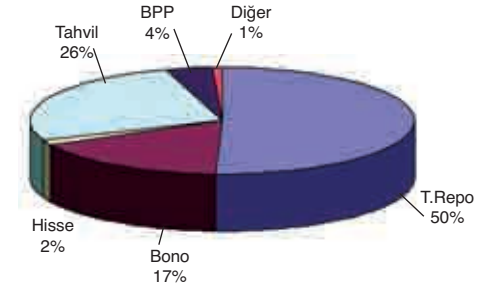
1. GİRİŞ

Küresel krizin referans noktası A.B.D.'nde toksik finansal varlıkların yarattığı zararların banka bilançoları ile sermaye üzerindeki olumsuz etkisini ölçmek üzere gündeme gelen "Stres Testi" çalışmaları risk yönetimi alanında uzun yıllardır uygulanmakta olan önemli bir karar destek aracıdır. Yapılan testlerde geleceğe yönelik olarak risk değerlendirmesi yapılabilen, tarihsel veriler üzerinden oluşturulan risk ölçüm modelleri ile sınırlar çizilmekte, şirket içi ve dışı kesimlere yönelik olarak daha net bir iletişim sağlanmakta, likidite planlaması ve

sermaye yönetimindeki olasılıklar belirlenmekte, kurumun risk iştah seviyesi tespit edilmekte, olasılığı düşük beklenmeyen durumlara karşılık olarak süreklilik planlarının oluşturulması ve risk transferlerinin gerçekleştirilmesi sağlanmaktadır. Diğer taraftan finansal krizin etkisi ve süresi bir çok finansal kuruluşu ve denetim otoritesini stres testi uygulamalarının kriz öncesini tahminlemede yetersiz kaldığı ve hızlı değişim gösteren piyasa koşulları altında etkisiz kaldığı şeklinde görüşleri de ortaya çıkarmıştır.

2009 yılı ilk yarısı itibarıyla ülkemizde 30 Milyar TL büyüklüğe yaklaşan yatırım fonlarının toplam pazar payı dağılımı; % 85 Likit Fon, % 11 Bono Fon, % 2 Hisse Fon ve % 2 Diğer Fonlar şeklinde bulunmaktadır. Dünya'daki fon dağılımı ise; % 32 Likit Fon, % 35 Hisse Fon, % 19 Bono Fon ve % 14 Diğer Fon şeklindedir. Ülkemizdeki yatırım fon sınıflamaları sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde menkul kıymet yatırım fonları, koruma amaçlı yatırım fonları, bireysel emeklilik fonları, garantili yatırım fonları olarak sınıflandırılmıştır. Yatırım fonları üzerinde uygulayacağım stres testi çalışması, örnek şekilde A Tipi Endeks, A Tipi Karma, A Tipi Değişken, B Tipi Likit, B Tipi Tahvil & Bono, B Tipi Değişken,

ŞEKİL 1. YATIRIM FONLARI PORTFÖY DAĞILIMI (Mayıs 2009)



Kaynak: Finnet

Koruma Amaçlı ve Serbest Yatırım Fonu üzerinde uygulanmaktadır. Seçilen fon türleri pazarın büyük bir kısmını içerdiği için piyasa koşullarının etkisini tam olarak yansıtabilmektedir. Ülkemizde son yıllarda ihraç edilen Koruma Amaçlı ve Serbest Yatırım Fonlarının da çalışmaya dahil edilmesi olumsuz piyasa koşulları altında oluşabilecek tepkilerin tespit edilmesi açısından önemli bulunmaktadır.

2. LİTERATÜR

Fon portföyüne ilişkin stres testi analizinde, riske maruz pozisyonların bağlı buldukları risk faktörlerinden, faiz oranlarının, döviz kurlarının, hisse senetleri fiyatlarının, korelasyonların kriz dönemlerindeki hareketleri dikkate alınarak ya da şok finansal değerler üretilerek pozisyonların yeniden değerlendirilmesi gerçekleştirilmektedir. Böylelikle oluşturulan stres testlerinde, ekstrem piyasa koşullarında fon portföylerinde gerçekleşebilecek kayıp ya da kazanç durumunun analiz edilmesi sağlanmaktadır. Stres testi, yönetsel açıdan yukarıdan aşağıya (top-down) bir yöntemdir. Yani piyasa koşullarına ilişkin bir hipotez üretilerek, bu piyasa şartının piyasa risk faktörleri açısından ne ifade ettiği incelenmektedir.

Stres testi, olağan dışı kayıplara neden olabilecek finansal durumların belirlenmesi ve yönetilmesi süreci olarak tanımlanmaktadır. Bu sebeple genellikle "Olağanüstü Değer Teoriyesi" bir arada düşünülmektedir. Bu

TABLO 1. YATIRIM FON PAZARI

Fon Grubu	Portföy Değeri (YTL)	Yat. Sayısı	Tahvil (%)	Bono (%)	T.Repo (%)	Hisse (%)	Özel (%)	YMK (%)	BPP (%)	Kamu DBA(%)	Diğer (%)
A Tipi Değişken	156,813,114	15,730	17.77	0.63	25.73	53.51	0	0.3	0.25	1.53	0.27
A Tipi Karma	221,233,426	146,273	53.47	0.07	17.23	29.08	0	0	0	0	0.15
A Tipi İştirak	56,470,608	2,283	2.82	5.78	7.95	83.45	0	0	0	0	0
A Tipi Sektör	93,471	53	0	0	0	100	0	0	0	0	0
A Tipi Hisse	83,746,191	11,668	2.71	3.16	19.16	74.7	0	0	0.07	0	0.2
A Tipi Özel	0	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A Tipi Endeks	220,195,191	30,517	0.6	0	7.8	91.53	0	0	0	0	0.08
A Tipi YBMK	751,899	1,429	0	0	4.26	26.87	0	68.87	0	0	0
A Tipi Fon Sepeti	3,334,266	20	0	0	12.12	10.13	0	0	0	0	77.75
A Tipi Toplam	742,638,166	207,973	20.38	0.95	15.7	61.96	0	0.13	0.06	0.32	0.5
B Tipi Değişken	2,085,410,724	207,598	82.48	3.29	13.3	0.27	0.07	0	0.6	0	0
B Tipi Karma	11,313,322	640	55.97	0	16.06	20.64	0	7.32	0	0	0
B Tipi Tahvil ve Bono	2,512,500,812	105,560	86.44	1.54	11.4	0.04	0.11	0	0.18	0.28	0
B Tipi Likit	23,591,152,167	2,885,022	15.01	20.48	59.76	0	0	0	4.75	0	0
B Tipi YBMK	13,675,228	5,019	7.54	0	11.66	0	0	78.94	0	1.86	0
B Tipi Özel	0	39	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B Tipi Altın	205,554,526	14,577	0	0	2.19	0	0	0	0	0	97.81
B Tipi Endeks	55,743,457	1	99.96	0	0.04	0	0	0	0	0	0
B Tipi Fon Sepeti	8,417,295	99	0	0	5.96	9.81	0	40.49	0	0	43.74
B Tipi Toplam	28,483,767,532	3,218,555	26.32	17.34	51.51	0.03	0.01	0.05	3.99	0.03	0.72
Yatırım Fonları Toplam	29,226,405,697	3,426,489	26.16	16.92	50.6	1.61	0.01	0.05	3.89	0.03	0.71

Kaynak: Finnet, Mayıs 2009

“Normal piyasa koşulları altında kullanışlı olan yöntemlerden farklı olarak stres testi, olağan dışı kayıplara neden olan durumları belirleyerek, yönetmeyi içeren bir süreç olarak, potansiyel ekstrem kayıplara yöneliktir.”

yöntem, kural koyucular tarafından tek başına değil, “Riske Maruz Değer” (RMD) modellerine yardımcı olarak kullanılmaktadır. Zira normal piyasa koşulları altında kullanışlı olan yöntemlerden farklı olarak stres testi, olağan dışı kayıplara neden olan durumları belirleyerek, yönetmeyi içeren bir süreç olarak, potansiyel ekstrem kayıplara yöneliktir. Ekstrem değer teorisi, esasında Fisher & Tippett [1928], Gnedenko [1943] ile Gumbel [1958] isimli araştırmacıların çalışmalarına dayanan, sıra istatistiği teorisinin bir dalıdır. Ancak finans alanında gerçekleşen uygulamaları oldukça yenidir. Rassal finansal değişken toplamının modellenmesinde, merkezi limit teoremi'nin oynadığı rolün benzerini, rassal değişkenlerin ekstrem değer dağılımının modellenmesi durumunda da, ekstrem değer teorisi oynamaktadır. Her iki durumda da teori, örnekleme çapını arttırdığımızda dağılımın limit durumunda ne olması gerektiğini ifade etmektedir.¹ RMD hesaplamasında son yıllarda önemli bir yaklaşım da, sıradışı zamanlarda ortaya çıkan aşırı olaylara odaklanan olağanüstü değer yaklaşımıdır. Finans piyasalarında aşırı fiyat hareketleri olağan zamanlarda piyasada yapılan düzenlemeler ile sıra dışı zamanlarda meydana gelen borsa ve döviz krizleri gibi durumların analizine karşılık gelmektedir.

3. STRES TESTİ YAKLAŞIMLARI

Stres testi işleminde, Aşırı ya da Ekstrem Değer'in (Outlier) gerçekleşmesi olasılığı durumundaki zarar ölçülmektedir. Örneğin petrol fiyatlarının iki katına çıkması durumunda ya da yerel para biriminin % 30 değer kaybetmesi durumu gibi tahmini olaylar karşısında portföyün K/Z durumunun ne şekilde bir değişim göstereceği ölçülmeye çalışılmaktadır.

Stres testlerinin en temel avantajlarını ise, şu şekilde sıralayabiliriz:

- Risk ölçümünün RMD modelleri dışında değişik ölçüm yöntemleri bulunmaktadır. Stres testleri ile verim eğrisindeki paralel ya da paralel olmayan (twist) kaymaların portföy değeri üzerindeki etkileri ölçülebilmektedir.
- Risk faktörlerinin kriz dönemlerindeki tarihsel hareketleri dikkate alınmaktadır. Dolayısı ile tarihsel korelasyon ilişkisinin kırıldığı yeni ve düzensiz korelasyon yapıları altında değerli sonuçlar üretebilme olanağı sağlamaktadır.
- Simülasyon metodlarına kıyasla daha az hesaplama gerektirmektedir. Kompleks finansal enstrüman barındıran portföylerde zaman kısıtı altında anlamlı sonuçlar üretebilmek üzere simülasyon metodları oldukça ağır kalabilmektedir.

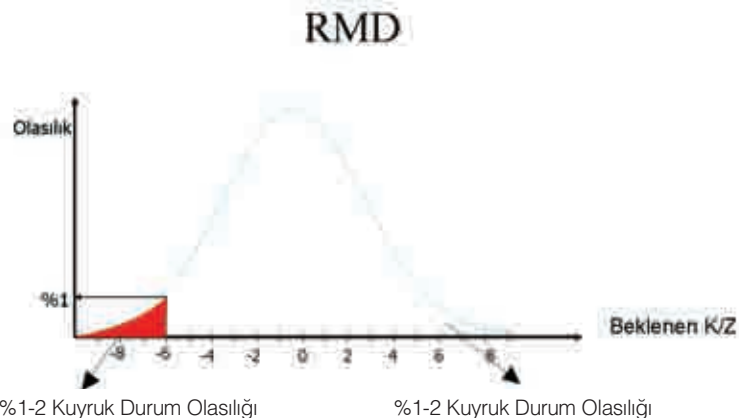
Finansal kurumlar risk ölçümlerinde

standart stres şokları uygulayarak fon portföylerinin maruz kalacağı muhtemel zararları ölçmektedir. Neticede genel olarak izlenen yol aşağıdaki çerçevede gelişmektedir:

- Temel risk faktörlerini içeren ufak bir set oluşturulur: İlk aşama da, strese maruz kalması muhtemel olan piyasa değişkenlerinin seçimidir. Bunlar, portföy değeri üzerinde etki edebilecek olan belirgin risk faktörleridir. Bir çok kurum bu aşamada stres testi sayısını artırma yaklaşımı içerisine girmek sureti ile risk hesaplama kapsamını oldukça genişletmektedir.
- Gerçek stres düzeyi belirlenir: Test içerisinde uygulanacak olan seçilen risk faktörleri açısından her bir risk faktörü üzerine finansal şoklar uygulanmaktadır. Finansal şokların düzeyi yeterli ölçüde büyük olabilmekte iken, gerçek seviyenin üzerinde bir anlam taşımamalıdır. Test içerisinde varsayım boyutlarının beklenen dışı bir durum olması durumunda test kredibilitesi ciddi ölçüde düşebilecektir. Genellikle bu açıdan bakıldığında, 3 şekildedeki bir şok parametre yaklaşımı karşımıza çıkmaktadır:

Tarihsel Yaklaşım: Geçmiş 5 yıl içerisindeki en kötü durum,
İstatistiki Yaklaşım: Getiri değişimlerinde 3 standart sapma düzeyindeki bir hareket,
Ad Hoc Yaklaşım: % 15'lik dalgalanma vs.

ŞEKİL.2. STRES TESTİNE MARUZ KISIM



TABLO 2. STRES TESTİ UYGULAMA ANKETİ

Kurumun risk profilini üst yönetim aktarmakta bir araç olarak	100
Kurumun risk profilini daha iyi anlamakta bir araç olarak	95
Riske Maruz Kalma limitlerini belirlemek için	61
Anormal şartlar için acil durum planları yapmak için	49
Likidite riskini izlemek için	26
Riske dayalı sermaye tahsisi için	19

Kaynak Deloitte & Touche

- Varsayımlar belirlenir ve sorgulanır: Stres testi içerisinde yer alacak olan risk faktörlerinin hareketleri iyi biçimde belirlenmelidir. Mesela 1 yıl, 2 yıl, 3 yıl vadeli tahviller arasında belirlenen kuvvetli bir korelasyon durumunda hepsinin bir arada test içerisinde dikkate alınmaları gerekebilir.
- Test sonuçlarının değerlendirilmesi sağlar: Stres test sonuçlarını değerlendiren grup, ilgili birim yöneticileri, risk yöneticileri ve orta kademe yöneticiler içerisinde dengeli bir dağılım sergilemelidir.
- Test metodolojisi periyodik biçimde gözden geçirilmelidir. Stres testlerine ilişkin standartlar, prosedürler belirlenmelidir.

Global Finansal Sistem Komitesi (GFSC), stres testi uygulamaları üzerinde 10 ülkeden 43 global bankayı kapsayan araştırma yapmıştır.² Finansal kurumlara stres testi uygulama amaçları çeşitli açılardan sorulmuştur. Anket neticesinde alınan cevaplar Tablo 2 içerisinde yer almaktadır.

4. RİSK FAKTÖRÜ ANALİZLERİ

Stres testi uygulamaları öncesinde çok verilecek olan risk faktörlerinin tarihsel istatistiki analizlerinin yapılması stres testi sınırlarının belirlenmesi açısından önem arz etmektedir.

İMKB100 endeksi 2000/01-2009/06 döneminde maksimum günlük % 17.77 ile minimum % -19.98 arasında hareket ederken ortalama günlük getiri % 0.031, günlük standart sapma % 2.62 düzeyinde hesaplanmıştır.

USD/TL paritesi 2000/01-2009/06 döneminde maksimum günlük % 33.47 ile minimum % -12.56 arasında

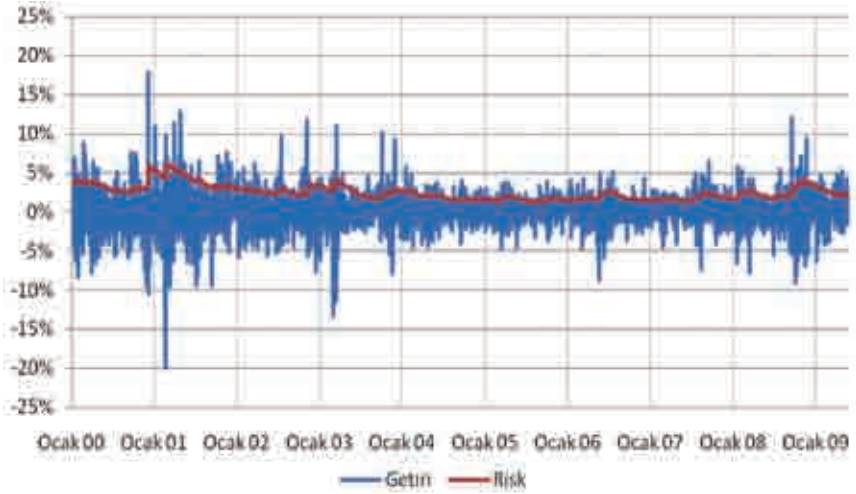
hareket ederken ortalama günlük getiri % 0.043, günlük standart sapma % 1.35 düzeyinde hesaplanmıştır.

2 yıllık TC.Hazinesi tahvil faizi 2000/01-2009/06 döneminde maksimum günlük % 112.51 ile minimum % -112.87 arasında hareket ederken ortalama günlük getiri % 0.017, günlük standart sapma % 5.00 düzeyinde hesaplanmıştır.

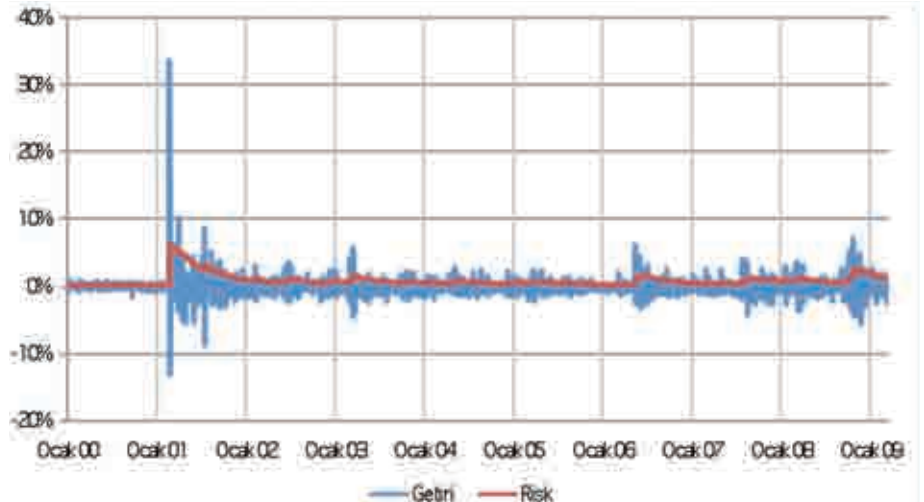
5. YATIRIM FONLARINDA STRES TESTİ UYGULAMASI

Stres testi analizi çalışmasında fon portföylerinin risk unsurlarındaki değişimlere olan duyarlılığı korelasyon ve volatili-

ŞEKİL.3. İMKB100 GÜNLÜK GETİRİ/RİSK ANALİZİ (2000-2009)



ŞEKİL.4. USD/TL GÜNLÜK GETİRİ/RİSK ANALİZİ (2000-2009)



²Global Finansal Sistem Komitesi, Önemli Finansal Kuumlarda Stres Testleri ve Cari Uygulamalar üzerine bir araştırma, Mayıs 2000

TABLO 3. YATIRIM FONLARI STRES TESTİ ANALİZLERİ

29.05.2009	B Tipi Likit	B Tipi Tahvil & Bono	B Tipi Değişken	Arbitraj Serbest Yatırım Fonu ¹	A Tipi Karma	A Tipi Değişken	% 100 Koruma Amaçlı ²	A Tipi Endeks	Hisse Uzun / Kısa Serbest Yatırım Fonu ³
Toplam Fon Değeri (TL)	3,623,729,546	63,227,491	205,683,112	10,631,967	2,491,793	19,817,930	40,028,116	13,331,304	9,149,619
Fon Portföyü Dağılımı									
Borsa Para Piyasası	3.07%	-	-	-	-	-	-	-	-
TersRepo	50.28%	3.98%	23.06%	9.51%	24.89%	48.68%	5.97%	8.74%	26.12%
Bono	25.56%	96.02%	68.94%	51.36%	-	-	17.34%	-	-
Tahvil	21.09%	-	8.00%	18.19	24.30%	8.70%	60.05%	-	-
İMKB Hisse	-	-	-	104.04%	50.81%	42.62%	-	91.26%	44.86%
VOB USD/TL Vadeli Kontratı	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VOB İMKB30 Endeks Vadeli Kontratı	-	-	-	-83.10%	-	-	-	-	-48.28%
Tezgahüstü USD/TL Opsiyon Sözleşmesi	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tezgahüstü İMKB30 Endeks Opsiyon Sözleşmesi	-	-	-	-	-	-	16.64%	-	77.30%
Risk Analizleri									
Günlük Riske Maruz Değer (RMD) (TL)	5,022,416	169,959	591,654	135,723	50,748	410,246	1,254,373	629,112	653,136
G.RMD / Toplam Fon Değeri	0.14%	0.27%	0.29%	1.28%	2.04%	2.07%	3.13%	4.72%	7.14%
Stres Riske Maruz Değer (Lehman Brothers İflası) (TL)	7,936,500	225,651	876,418	191,094	77,929	604,213	1,663,460	924,623	894,284
Stres RMD / Toplam Fon Değeri	0.22%	0.36%	0.43%	1.80%	3.13%	3.05%	4.16%	6.94%	9.77%
Risko Metre									

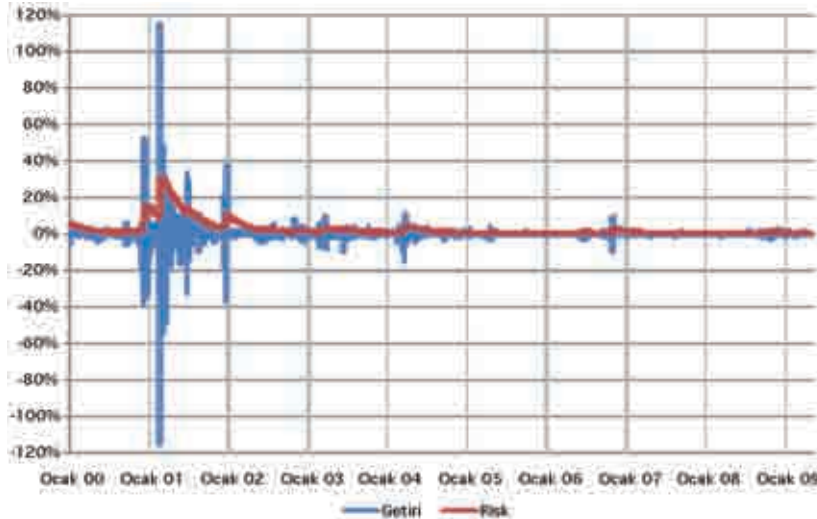
te şoklarını tam yansıması açısından 2008 yılı son çeyreğinde gerçekleşen Lehman Brothers iflası baz alınmıştır. 01.09.2008 - 01.03.2009 tarihleri arasındaki piyasa koşulları analizde dikkate alınmaktadır. Varyans-Kovaryans

Modeli ile % 99 güven aralığında, EWMA volatilité yöntemi uyarınca, 252 örneklem günü üzerinden analizler gerçekleştirilmiştir.

Uyguladığımız stres testlerinin ardın-

dan fon portföylerinin değerlerindeki değişimler tablo 3'de belirtilmiştir.

ŞEKİL.5. 2 YILLIK TR.HAZİNE TAHVİLİ GÜNLÜK GETİRİ/RİSK ANALİZİ (2000-2009)



¹ Arbitraj Serbest Yatırım Fonu SPK ilke karar gereğince yoğunlaşma, kaldıraç, karşı taraf riski, riske maruz değer/toplam fon değeri şeklinde farklı risk limitlerine de tabi bulunmaktadır.

² %100 Anapara Koruma Amaçlı Yatırım Fonu yatırımcıya vade sonunda anaparasının tamamının geri ödenmesi ve ayrıca borsa dışından alınacak bir opsiyon sözleşmesi aracılığıyla İMKB30 Endeksinin pozitif getirisinden belirli bir oranda yararlanmayı sağlamak üzere belirlenen strateji uygulamaktadır.

³ Hisse Uzun/Kısa Serbest Yatırım Fonu İMKB hisse senetleri piyasasında Uzun/Kısa, VOB'nda Uzun/Kısa, Tezgahüstü İMKB30 Endeks Opsiyon Sözleşmeleri üzerinden alınan yüksek riskli bir fon stratejisi uygulamaktadır.

““ *Türk sermaye piyasasında karşımıza çıkan farklı yatırım stratejileri ve risk seviyelerine sahip yatırım fonları üzerine uyguladığımız stres testi sonuçları piyasa uygulamaları ile oldukça uyumlu çıkmıştır.* ””

6. SONUÇ

Türk sermaye piyasasında karşımıza çıkan farklı yatırım stratejileri ve risk seviyelerine sahip yatırım fonları üzerine uyguladığımız stres testi sonuçları piyasa uygulamaları ile oldukça uyumlu çıkmıştır. 2008 yılı son çeyreğinde yaşanan Lehman Brothers yatırım bankasının iflası uluslararası finans camiasında çok önemli hasarlar bırakmıştır. Bu nedenle stres testi dönemi olarak yakın zamanda gerçekleşen bu iflas periyodu dikkate alınmıştır. Fon kompozisyonları SPK mevzuatı ve alınan ilke kararlarına uygun bir şekilde oluşturulmuştur. Risk seviyesi en düşük düzeyde gerçekleşen B Tipi Likit yatırım fonlarından yüksek riskli A Tipi Endeks fonlarının yanında, risk seviyesi değişkenlik gösteren Serbest Yatırım Fonları da çalışmada dikkate alınmıştır. Serbest Yatırım Fonlarına ait yatırım stratejilerinin birbirlerinden oldukça farklı nitelikte bulunması nedeniyle (arbitraj nötr,..vs.) risklilik düzeyleri A Tipi Karma ve Değişken fonlarının altına çekilebilmesi mümkün olabilmektedir. Kredi krizinin nedenleri arasında gösterilen Serbest Yatırım Fonlarının yarattığı risklilik düzeyi, portföylerinde taşıdıkları kredi türevleri ile doğru orantılıdır. Ancak krizin ikinci yılını geride bırakmakta olduğumuz günlerde IMF tarafından ya-

pılan bir değerlendirmeye göre, serbest yatırım fonlarının portföylerindeki kredi türev enstrümanlarının aşırı değer kayıplarından dolayı oluşan zarar miktarı % 10- % 15 düzeyinde olduğu ifade edilmiştir. Hisse senetleri piyasasında açığa hisse senedi satış işlemlerine yasak getirilmesi veya serbest piyasa işleyişine yapılan ani müdahaleler, bu alanda dinamik hareket gösteren fonların yarattığı sistemik risklerden daha büyük zararlar verebilmektedir. Dolayısıyla yüksek riskli serbest yatırım fonu değerlendirmesi yapılırken her tür serbest fonun yatırım stratejisine yönelik olarak farklı yaklaşımlar gösterilmesi uygun olacaktır.

Çalışma kapsamında yatırım fonlarının bir günde kaybedebileceği riske maruz değer miktarı / toplam fon değeri oranı % 0.14 ile % 7.14 arasında bulunmuştur. Stres testi uygulanması sonunda ilgili rasyo % 0.22- % 9.77 düzeyine yükselmektedir. Stres testi modelinin karakteristik özelliklerine göre değişmekle birlikte Lehman Brothers iflası döneminde uygulama yapılan fon gruplarında günlük stres risk düzeylerinde % 60'a yaklaşan oranda yükselişler yaşanmıştır. Normal piyasa koşulları altında toplam fon değeri içerisinde fonun günlük kaybedebileceği maksimum risk miktarı kadar bir kaynağın karşılık olarak ayrılarak yatırım stratejisinin uygulanması, piyasa koşullarının kötüleştiği dönemlerde ise, ayrılan karşılığın kademeli olarak serbest bırakılması proaktif bir risk yönetim stratejisi uygulanmasını sağlayacaktır.

Neticede stres testi sonuçları, hissedarlara, yönetime ve düzenleyici kurumlara sunulan raporların bir parçası olmasının yanı sıra fon risk yönetimi raporlarının entegre bir parçası olarak aşağıdaki amaçlara hizmet eder:

- Fonun anormal koşullarda oluşacak risk profilinin daha iyi anlaşılması,
- Fon riske maruz kalma limitlerinin belirlenmesi,
- Sonuçların kabul edilemez kayıpları işaret etmesi halinde pozisyonların kapatılması ya da ilgili piyasalardan çıkılması,

- Korunabilecek riskler için korunma veya sigorta satın alınması,
- Önceden belirlenmemiş risklere uygun daha etkin fiyatlandırma yapılması,
- Stres zamanları için acil durum planlarının geliştirilmesi,
- Finansal bir krizi takip eden likidite ve fonlama hususları için hazırlık yapılması,
- Uluslararası denetim kurumlarının anketlerinde son dönemde yer alan stres ve senaryo limitlerinin belirlenmesi ve kontrolü.

Fon risk ölçüm sistemi, kurum içerisinde bağımsız olarak değerlendirilecek, bağımsız risk kontrol faaliyetlerini kapsayacaktır. Fonun risk kontrol sistemi bir bütün halinde yılda en az bir kez gözden geçirilmelidir. Söz konusu gözden geçirme süreci;

- Risk ölçüm modeli tarafından ölçülen piyasa risklerinin kapsamına,
 - Yönetim bilgi sistemlerinin güvenilirliğine,
 - Fon portföy pozisyon verilerinin doğruluk ve tamlığına,
 - Risk ölçüm modellerinin uygulanmasında kullanılan veri kaynaklarının tutarlılığının, zamanında elde edilebilirliğinin ve güvenilirliğinin bu veri kaynaklarının bağımsızlığı da dahil olmak üzere kabul edilebilirliğine,
 - Portföy içerisindeki varlık volatilitesi ve korelasyon varsayımlarının doğruluk ve uygunluğuna,
 - Yapılan geriye dönük testler ile modelin doğruluğunun ve performansının sınanmasına,
 - Portföy yönetim birimi ve fon destek faaliyetleri birimi elemanları tarafından kullanılacak olan risk izleme ve değerlendirme sistemlerinin karar etki sürecine,
 - Risk yönetim sistemi ve sürecine ilişkin gerekli dokümantasyonun yeterliliğine,
 - Risk yönetim biriminin organizasyonuna,
 - Piyasa riski ölçümlerinin düzenli risk yönetiminin bir parçası olarak kullanım düzeyine,
- şeklindeki esaslara yönelik olmalıdır.



Türkiye ekonomisinin görünümünde **iç politikaların önemi** artıyor...

Önümüzdeki dönemde dış talep destekli hızlı bir büyüme yaşanması olasılığının yok denecek kadar az olduğu bir ortamda, her ülke daha çok iç talep destekli bir büyümeye yönelmeye çalışıyor. Bu da kendi başına hem üretim hem de finansman tarafından bir yeniden yapılanmayı, uyumu gerektiriyor, dolayısıyla zaman alıyor ve alacak.

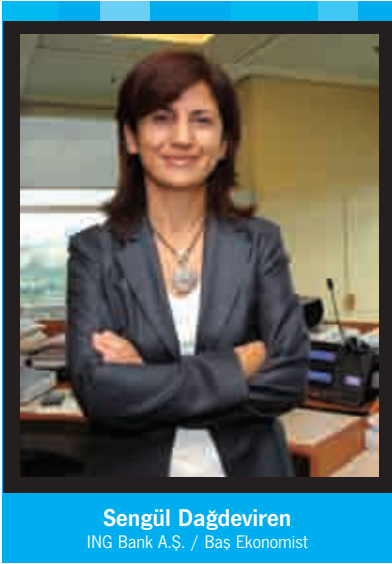
Ülkemiz dâhil tüm dünyada 2.Dünya Savaşı'ndan bu yana en ciddi durgunluğun yaşandığı bugünlerde ileriye yönelik kısmi olumlu sinyaller gelmeye başladı. Özellikle öncü göstergeler olarak izlenen endekslerde (güven endeksleri, satın alma endeksleri vb.) belirgin iyileşmeler, ekonomilerdeki daralmanın yavaşladığına dair ciddi işaretler veriyor. Dolayısıyla, *tüm belirsizliklere, toparlanmanın çok uzun zamana yayılacağı ve büyük olasılıkla bir veya birkaç iniş çıkışın daha yaşanabileceği öngörülerine, özellikle krizin merkezinde yer alan finansal kuruluşlarda yeniden yapılanmanın henüz tamamlanmadığı bilgisine karşın üzerimize bir trenin hızla geldiği-*

ni iddia etmek zor. En kötü dönem çok büyük olasılıkla arkamızda kaldı.

Global risk iştahı göstergelerinin başında gelen VIX endeksi, Haziran sonu itibarıyla Lehman paniği öncesi seviyelerine kadar gerilemiş durumda. Her ne kadar uluslararası piyasalarda Mart'ın ikinci yarısından sonra yaşanan olumlu havanın aynı hızda devam etmesi beklenmese de, henüz Türkiye gibi gelişmekte olan birçok ülkede yerel piyasalara ciddi bir fon akımının olduğunu söylemek zor. Peki, risk iştahı artmasına karşın görülen bu ayrışmanın temelinde ne yatıyor? Bu sorunun cevabını, kısmen tüm dünyada belirsizliklerin hala çok yüksek olması ile ilişkilendirmek mümkün ama iç politikalara bağlı ayrışmanın başladığını

söylemek de yanıltıcı olmaz. *Diğer bir deyişle, dünyada belirsizlikler azaldıkça, içsel belirsizliklerin ne düzeyde olduğunun önemi her geçen gün biraz daha artıyor.*

Türkiye, 2001 krizi sonrasındaki istikrar sürecinde çok önemli adımlar attı ve istikrarın korunmasına yönelik olarak kapsamlı yapısal düzenlemeler gerçekleştirdi. Merkez Bankası başta olmak üzere bağımsız kurumlara dair oluşturulan yasal güvenceler, Kamu Mali Yönetim ve Kontrol Kanunu, Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi hakkındaki kanun, bunların arasında güvenin oluşturulmasında ciddi katkı sağlayan yapısal reformlardı. Bu yasalara dair geri adım atılmaması 2001 sonrasında ne kadar önemli idi ise, bugün de aynı derecede



Sengül Dağdeviren
ING Bank A.Ş. / Baş Ekonomist

önemini koruyor.

İçinde bulunan global kriz ortamının belki de en önemli kazanımı, Türkiye'yi çok uzun süredir ilk defa kalıcı olarak düşük enflasyon düşük faiz ortamına yaklaştırması oldu. Maliye politikalarına dair belirsizliklerin canlı tutularak bu durumun bozulmaması gerekiyor. Diğer bir deyişle, orta vadeli bütçe görünümü konusunda güven oluşturulması şart ve bu ay yayımlanacak Orta Vadeli Program ve Mali Plan kritik önem taşıyor. Bu konuda geri kalınmasının büyüme açısından maliyetli olacağı ise ilk çeyrek büyüme verilerinde açıkça görüldü. Programın açıklanmasının yanı sıra dışarıdan bir kurumdan akreditasyon alması da önemli, çünkü Türkiye henüz kurumsallaşma sürecini, yapısal reformlarını tamamlama-

madı. Dolayısıyla, bu aşamada karar verilmesi gereken IMF ile ilişkilerin hangi yapıda olumlu bir şekilde sürdürülecek olması gibi görünüyor. Önümüzdeki dönemde dış talep destekli hızlı bir büyüme yaşanması olasılığının yok denecek kadar az olduğu bir ortamda, her ülke daha çok iç talep destekli bir büyümeye yönelmeye çalışıyor. Bu da kendi başına hem üretim hem de finansman tarafından bir yeniden yapılanmayı, uyumu gerektiriyor, dolayısıyla zaman alıyor ve alacak. IMF ile anlaşma, çok uzun zamandır masada duruyor. Belirsizliğin dışsal nedenlerle çok yoğun olduğu bir dönemde içerde de bu tür belirsizliklerin sürmesi ne yazık ki güven ortamına destek olmuyor. Peki, uzun dönemli yeni bir stand-by imzalanması olasılığının ciddi anlamda azaldığı bir dönemde ne yapılmalı? Kanımca Türkiye'nin önündeki en iyi seçenek IMF'yi esnek kredi kullanımına (Flexible Credit Line, FCL) ikna etmesi. Bugüne kadar IMF'nin esnek kredi kullanma hakkı verdiği üç ülke Polonya, Meksika ve Kolombiya oldu. FCL için uygunluk kriterlerine bakıldığında, Türkiye'nin ya bu ülkelerden en azından birine benzer veya daha iyi olduğu görülüyor (Örnek: Türkiye'nin 2000-2007 dönemi arasında cari açığının GSYH'ye oranı ortalama %3.1 iken, Polonya'da söz konusu oran %3.2 idi; kamu borcunun GSYH'ye oranı şu anda Kolombiya'nın oldukça üzerinde, ancak Polonya ve Meksika'nın borç düzeylerinin altında vb.). Fiyat

istikrarı kriterler arasında Türkiye'nin temelde en geri kaldığı konu gibi görünse de, Türkiye ekonomisine duyulan güvenin bir şekilde teyit edilmesi gerekiyor, bunun için de bulunduğumuz ortamda sınırlı bir kaynak kullanımı ile (US\$10-15 milyar civarında, çünkü Türkiye'nin halen Fon'a, kotasının dört katından fazla borcu var) kısa vadeli bir FCL anlaşması en uygulanabilir çözümmüş gibi görünüyor.

Peki, IMF'nin bugün bile hala durgunluğa karşı gelişmiş ekonomilerde alınan kamu harcamaları önlemlerinin ve teşvik edici para politikalarının gelen toparlanma sinyallerine karşın durdurulmaması, aksine en azından 2010 yılında da devam ettirilmesi konusunda uyarılarda bulunduğu düşünülecek olursa, Türkiye'yi Fon ile bir anlaşma yapılması konusunda kararsız kılan nedir? Genelde ilk akla gelen ekonomi politikalarında özellikle kamu harcamaları konusunda esnekliğin kaybedileceği endişesi oluyor. Peki, şu ana kadar Türkiye dâhil tüm dünyada atılan adımların, maliye politikalarındaki gevşemenin kalıcı bir etkisi olacak mı? Diğer bir deyişle, maliye politikalarında esneklik gerçekten sürdürülebilir mi? Küresel ölçekte kamu harcamalarındaki artışı iki ayrı kapsamda değerlendirebiliriz. İlki; yaşadığımız krizin merkezinde yer alan finans sistemindeki sorunların temizlenmesi ve kredi mekanizmasının yeniden işlemsini sağlamak amacıyla firmalara, kuruluşlara sağlanan sermaye ve

destekler. Diğerleri ise; vergi indirimleri, doğrudan gelir destekleri, sermaye yatırımları gibi maliye politikaları. Bunların her ikisi de gelecek nesiller için ciddi yükleri de beraberinde getiriyor. Uzun vadeli faizler, politika faizleri her ne kadar tarihsel olarak en düşük seviyelerinde olsalar da borçlanma ihtiyaçlarındaki artışa bağlı olarak yükseliyor. Yine de dünya ekonomisinin durgunlukla mücadele ettiği mevcut dönemde paketlerin boyutu hala bir detay olarak kalma-ya devam ediyor. Diğer bir deyişle, kısa dönemde bütçe disiplinine odaklanmak hala bir lüks. Bu tüm gelişmiş ülkeler için doğru olduğu kadar Türkiye için de doğru bir tespit. Yani 2009 yılında hemen hemen hiçbir ülkenin bütçe dengesine odaklanma gücü yok. Ama bu, orta vadede mali disiplinin gözetilmeyeceği anlamına gelmiyor tabii ki. Türkiye'nin şu ana kadar şanslı olduğu bir nokta finansal sistemin 2001 krizi sonrasında çok sağlam bir konumda bulunması idi. Ama finansal bir kriz yaşanmasa da, özel tüketim ve yatırım talebindeki olağanüstü daralma kamunun tek başına yapabileceklerinin sınırlı olduğunu gösterdi. Kamu yatırımları her ne kadar uzun vadede en az maliyetli maliye önlemleri olsalar da, kısa dönemde

“ Türkiye'nin şu ana kadar şanslı olduğu bir nokta finansal sistemin 2001 krizi sonrasında çok sağlam bir konumda bulunması idi. Ama finansal bir kriz yaşanmasa da, özel tüketim ve yatırım talebindeki olağanüstü daralma kamunun tek başına yapabileceklerinin sınırlı olduğunu gösterdi. ”

ekonomiye etkileri sınırlı kalabiliyor, çünkü belirsizlik ortamında kamu yatırımları özel yatırımları peşinden sürüklemeye yetmiyor. Nitekim ekonominin %13.8 daraldığı ilk çeyrekte büyüme verilerinin detayları kamunun doğrudan büyümeye katkısının çok sınırlı olduğunu açıkça gösterdi. Diğer bir deyişle, bütçede olağanüstü bir bozulmanın yaşandığı dönem

de kamu tüketim ve yatırım harcamalarının toplam büyümeye katkısı sadece %1.1 puan olabildi.

Krizle karşı uygulanan kamu politikaları içinde en önemli paylardan birini de vergi indirimleri oluşturuyor. Ancak güvensizliğin doruk noktada olduğu bir ortamda, özellikle gelişmiş ülkelerde, genel fiyat seviyeleri de gerilemeye başladığı için (birçok gelişmiş ekonomide deflasyon yaşanıyor) tasarruf etme eğilimi çok güçlü. Dolayısıyla, vergi indirimlerinin tüketime destek olma kapasitesi bile sınırlı kalıyor. Yine de krizden en çok olumsuz etkilenen kesimlere yönelik sosyal güvencelerin artırılması hem sosyal açıdan hem de durgunlukla mücadele için önemli, buna örnek olarak da işsizlik sigortasının kapsamının ve/veya kaynaklarının artırılmasını verebiliriz. İstihdamın doğrudan teşvik edilmesi de bu bağlamda tercih edilir görünse de, uygulanan tüm teşviklerin orta vadede ekonomik verimlilik gözetilerek belirlenmesi gerekiyor.

Türkiye'de şu ana kadar açıklanan önlemlerin bu bağlamda etkinliğinin çok güçlü olduğunu söylemek zor. Ancak açıklanacak Orta Vadeli Program'da güven oluşturulması halinde çok daha olumlu gelişmeler olabilir.

TALEP UNSURLARININ GSYH BÜYÜMESİNE KATKILARI - % PUAN

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 1 Ç	2008 2 Ç	2008 3 Ç	2008 4 Ç	2008 Yıllık	2009 1 Ç
Özel Tüketim Harcamaları	3.2%	6.8%	7.7%	5.6%	3.3%	3.2%	4.4%	1.1%	-0.8%	-3.2%	0.2%	-6.6%
Kamu Tüketim Harcamaları	0.7%	-0.3%	0.6%	0.3%	0.8%	0.6%	0.5%	-0.5%	0.1%	0.7%	0.2%	0.5%
Maas, Ücret	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Mal ve Hizmet Alımları	0.6%	-0.4%	0.6%	0.3%	0.8%	0.6%	0.4%	-0.5%	0.2%	0.7%	0.2%	0.5%
Gayri Safi S. Sermaye Oluşumu	2.4%	2.5%	5.4%	3.9%	3.2%	1.4%	2.4%	-0.3%	-1.6%	-4.7%	-1.2%	-7.7%
Kamu Sektörü	0.3%	-0.6%	-0.2%	0.7%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.2%	0.7%	0.4%	0.6%
Özel Sektör	2.0%	3.1%	5.6%	3.1%	3.1%	1.2%	2.0%	-0.8%	-1.8%	-5.4%	-1.6%	-8.3%
Makine- Teçhizat	1.1%	2.2%	4.3%	2.6%	1.6%	0.7%	2.6%	-0.1%	-0.9%	-3.7%	-0.6%	-6.1%
İnşaat	1.0%	0.9%	1.3%	0.5%	1.5%	0.5%	-0.6%	-0.7%	-0.9%	-1.7%	-1.0%	-2.3%
(*) Stok Değişimleri	2.1%	-0.4%	-1.9%	0.1%	-0.1%	0.7%	1.2%	2.2%	1.9%	-4.0%	0.3%	-7.1%
Net İhracat	-2.2%	-3.3%	-2.4%	-1.4%	-0.3%	-1.2%	-1.1%	0.3%	1.7%	5.0%	1.6%	7.0%
Mal ve Hizmet İhracatı	1.6%	1.6%	2.7%	1.9%	1.6%	1.8%	3.2%	1.0%	0.9%	-2.1%	0.7%	-2.9%
(Eksi) Mal ve Hizmet İthalatı	3.8%	4.9%	5.1%	3.3%	1.9%	3.0%	4.3%	0.7%	-0.8%	-7.2%	-0.9%	-9.9%
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	6.2%	5.3%	9.4%	8.4%	6.9%	4.7%	7.3%	2.8%	1.2%	-6.2%	1.1%	-13.8%

Kaynak: TÜİK, ING Bank



Dalgalı Piyasaların Güvenli Limanı...



Kriz sonrasında dünyasını
yeniden biçimlendiriyoruz...

VOB
VADELİ İŞLEM VE
OPSİYON BORSASI

İşlem yapabileceğiniz banka ve
araç kurumlar için

www.vob.org.tr

DenizBank Özel Bankacılık Fonları

Özel Bankacılık Fonları 2009 yılı ikinci çeyreğinden itibaren yönetilmeye başlanmıştır. Özel Bankacılık Fonları, Özel Bankacılık Grubu müşterilerinin talepleri doğrultusunda oluşturulan fonlardır.

Deniz Portföy A.Ş. hakkında bilgi verir misiniz? 2004 yılında kurulan Deniz Portföy A.Ş., istikrarlı ve güvenilir yönetim anlayışıyla Türk sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunmayı ana hedefi olarak belirlemiştir. Deniz Portföy A.Ş. kuruluşundan bu yana Değişken, Karma, Hisse ve İMKB 100 Endeks olmak üzere dört adet A Tipi Yatırım Fonunu; Değişken, Likit ve Tahvil Bono olmak üzere üç adet B Tipi Yatırım Fonunu yönetmeye devam etmektedir. Bu yılın ikinci çeyreğinden itibaren Özel Bankacılık B Tipi Tahvil Bono Fonu ve Özel Bankacılık B Tipi Performans Fonu olmak üzere iki adet Özel Bankacılık Fonu da fon ailemize katılmıştır. Özel Bankacılık grubu için yapılandırılmış fonların ve serbest fonların kurulması yönünde de çalışmalar sürmektedir. Deniz Portföy A.Ş bireysel portföy yöneticiliği alanında da hizmet vermektedir.

Bunların yanı sıra tamamen yabancı yatırımcılara Lüksemburg'da satılmak üzere kurulmuş olan iki uluslararası fonumuz bulunmaktadır: Dexia Equities L Turkey ve Dexia Bonds Turkey. Dexia Equities L Turkey, Denizportföy tarafından 30/06/2008 tarihinde yönetilmeye başlanmıştır. Benchmark endeks MSCI Turkey'dir. Fonun içeriğinde benchmark'ta bulunan hisse senetlerine yatırım yapıldığı gibi, araştırma bölümü tarafından önerilen non-

benchmark hisselerine de yatırım yapılabilmektedir. Tamamen UCITS kriterlerine uygun olarak yönetilen fonun para birimi TL'dir. Dexia Bonds Turkey de, Denizportföy tarafından 30/06/2008 tarihinde yönetilmeye başlanmıştır. Benchmark endeks JP Morgan Turkey'dir. Yatırım yapılabilecek enstrümanlar, Türk tahvil/bonoları ve Türk Eurobondlarıdır. Fon tamamen UCITS kriterlerine uygun olarak yönetilmektedir, para birimi TL'dir..

Özel Bankacılık Fonları nedir?

Özel Bankacılık Fonları 2009 yılı ikinci çeyreğinden itibaren yönetilmeye başlanmıştır. Özel Bankacılık Fonları, Özel Bankacılık Grubu müşterilerinin talepleri doğrultusunda oluşturulan fonlardır.

Özel Bankacılık B Tipi Tahvil Bono Fonu, istikrarlı getiri bekleyen, riskten kaçınan yatırımcı grubu için oluşturulmuş, hazine bonusu ve tahvile yatırım yapan fonumuzdur.

Özel Bankacılık B Tipi Performans fonu, yüksek getiri bekleyen, risk iştahı görece yüksek yatırımcı grubu için oluşturulmuş, hazine bonusu ve tahvilin yanı sıra, hisse senedine de yatırım yapabilen fonumuzdur.

Özel Bankacılık Fonları yönetim sürecini anlatır mısınız?

Özel Bankacılık Fonlarının yönetim felsefesi, Özel Bankacılık Grubu müşterilerinin ihtiyaçlarının ve beklentileri-



Metin Türkes
Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.

ni, Deniz Portföy A.Ş nin istikrarlı ve etkin fon yönetimi ile buluşturmak. Tutarlı fon yönetimi anlayışının, profesyonel risk yönetimi modelleri ile desteklenmesi ise risk-getiri profilini optimize etmektedir.

Özel Bankacılık Fonlarının yönetim sürecinde ilk aşama, stratejinin belirlenmesi aşamasıdır. Fonların yönetim stratejisi araştırma grubu ile fon yönetim grubunun koordineli çalışmasıyla sağlanmaktadır. Global ölçekte makro analizlerin yapılmasıyla başlayan strateji oluşturma süreci, bölgesel ve ulusal ölçekte makro analizlerle sürmekte, piyasa analizleri, sektör ve şirket analizleri global, bölgesel ve ulusal ölçekte yinelenmektedir. Hisse

senedi ve sabit getirili piyasaların ana eğiliminin ve trigonal senaryolarla olası risk-getiri haritalarının belirlenmesi bu aşamanın önemli basamaklarından birisidir. Şüphesiz strateji oluşturma aşaması statik bir aşama olmayıp, piyasanın değişken koşullarına paralel olarak evrilen dinamik bir süreçtir. İkinci aşama, belirlenen fon yönetim stratejisinin uygulanması aşamasıdır. Bu aşamada hedef stratejinin uygulanması için belirlenen sabit getirili enstrümanlar getiri, duration, likidite gibi pek çok kritere göre değerlendirilerek seçim yapılır. Hisse senedi piyasasına yatırım süreci ise sektör ve şirket analizlerinin ardından beklenen getiri, risk sınıflandırması, likidite gibi kriterlere göre yapılır. Sabit getirili enstrümanlar ve hisse senedi seçiminin ardından fon portföyleri varlık dağılımları, risk limitleri, fon pozisyon limitleri ve likidite kriterleri gözetilerek oluşturulur.

Yönetim sürecinin son aşaması ise kontrol, gözlem ve değerlendirme aşamasıdır. Fon portföyleri varlık dağılımı, varlık limitlerine uyumluluk, ana stratejiye uyumluluk ve riskin minimize edilmesi açısından sürekli kontrol edilir. Fon stratejisinin uygunluğu, fon portföy dağılımının stratejiye uyumluluğu ve piyasalardaki değişimler karşısındaki tepkisi gözlemlenir ve değerlendirilir. Bu gözlem ve değerlendirmeler strateji oluşturulması ve uygulanması aşamaları için çok değerli geri-besleme verileri sağlar.

Neden Özel Bankacılık Fonları?

Müşteri beklentilerine tam uyumluluk: Özel Bankacılık Fonları müşterilerin

“ Yönetim sürecinin son aşaması ise kontrol, gözlem ve değerlendirme aşamasıdır. Fon portföyleri varlık dağılımı, varlık limitlerine uyumluluk, ana stratejiye uyumluluk ve riskin minimize edilmesi açısından sürekli kontrol edilir.”

beklenti ve ihtiyaçları doğrultusunda oluşturulmaktadır. Fonların varlık dağılımı ve risk toleransları müşteri ihtiyaçları doğrultusunda oluşturulmuştur. Kuruluş çalışmaları süren diğer Özel Bankacılık Fonları da müşteri talepleri doğrultusunda yapılandırılmaktadır.

Etkin fon yönetimi: Güçlü araştırma desteğiyle global ve yerel tüm gelişmeleri ve piyasaları izleyen fon yönetimi strateji oluşturma aşamasından, fon portföylerinin oluşturulmasına, kontrol ve değerlendirme aşamalarına kadar tüm süreçlerde yüksek konsantrasyonlu bir etkinlik sağlamaktadır.

Etkin risk kontrolü: Deniz Portföy A.Ş. tüm riskleri kendi bünyesinde oluşturduğu risk yönetim birimi tarafından bağımsız olarak izlemekte, değerlendirmekte ve raporlamaktadır. Risk yönetimi anlayışı, olası risklerin ortaya çıkmadan bertaraf edilmesi nosyonuna sahip olduğundan tüm fon yöne-

tim sürecinde riskler en düşük seviyede tutulabilmektedir.

Maliyet ve zaman tasarrufu: Özel Bankacılık Fonları düşük yönetim ücretleriyle, bireysel yatırım maliyetleriyle karşılaştırıldığında maliyet; yatırım kararlarının gerektirdiği yoğun araştırma, izleme ve değerlemenin yüksek zaman ihtiyacı düşüldüğünde de zaman tasarrufu sağlamaktadır.

DenizBank Özel Bankacılık B Tipi Performans Fon

Yatırım Enstrümanları

Kamu Borçlanma Araçları, Özel Sektör Borçlanma Araçları, Ters Repo, Borsa Para Piyasası

Karşılaştırma Ölçüsü

İMKB 100 (%40) +KYD
Tüm Bono Endeksi (%10)
İMKB O/N Repo (%50)

Asgari İşlem Birimi

500,000 Pay

Yönetim Ücreti (Yıllık)

1.82%

İşlem Saati

09:00- 14:00

Satılabilir Büyüklük

50,000,000

Toplam Fon Büyüklüğü

5,774,677.532

DenizBank Özel Bankacılık B Tipi Tahvil Bono Fon

Yatırım Enstrümanları

Kamu Borçlanma Araçları, Özel Sektör Borçlanma Araçları, Repo, Ters repo, Borsa Para Piyasası

Karşılaştırma Ölçüsü

KYD Tüm Bono Endeksi (%70)
İMKB O/N Repo (%30)

Asgari İşlem Birimi

500,000 Pay

Yönetim Ücreti (Yıllık)

1.10%

İşlem Saati

09:00- 14:00

Satılabilir Büyüklük

50,000,000

Toplam Fon Büyüklüğü

12,985,214.575



Şeker Yatırım B tipi altın fonu

B Tipi Altın Fonu'nun Fon portföyünün yapısına bakıldığında en az % 51'inin devamlı olarak altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılma zorunluluğu vardır. Portföy yönetim stratejimiz ise portföydeki altın oranının %70 ile % 100 seviyelerinde tutulması yönündedir.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin kurucusu olduğu B Tipi Altın Fonu, 7 Nisan 2009 tarihinde halka arz edilmiş olup fon portföyündeki varlıklar Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine ve fon içtüzüğüne uygun olarak seçilir ve fon portföyü yöneticisi tarafından yönetilir.

1996 yılında kurulan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bünyesinde 2002 yılından beri faaliyetlerine devam eden Portföy Yönetim Bölümü, kişilere ve kurumlara özel, risk anlayışlarına yönelik portföy yönetim hizmeti vermektedir. Bireysel ve kurumsal müşterileri ve beş adet yatırım fonu ile birlikte 1 Haziran 2009 itibarıyla yönetilen toplam fon büyüklüğü 411 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin kurucusu olduğu ikinci fon olan B Tipi Altın Fonu, 7 Nisan 2009 tarihinde halka arz edilmiş olup fon portföyündeki varlıklar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine ve fon içtüzüğüne uygun olarak seçilir ve fon portföyü yöneticisi tarafından yönetilir.

Fon portföyüne yatırım yapılacak sermaye piyasası araçlarının seçiminde, nakde dönüşümü kolay olan ve riski az olanlar tercih edilmektedir.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Altın Fonu'nun Fon portföyünün yapısına bakıldığında en az % 51'inin devamlı olarak altın ve altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırılma zorunluluğu vardır. Portföy yönetim stratejimiz ise portföydeki altın oranının %70 ile % 100 seviyelerinde tutulması yönündedir. Buna bağlı olarak Fon'un yatırım stratejisindeki enstrümanların bant aralıklarına baktığımızda; %70-100 altın ve kıymetli madenler, %0-30 gecelik ters repo, %0-30 devlet tahvili ve hazine bonosu şeklindedir.

Fonun karşılaştırma ölçütü (benchmark) ise KYD Altın Fiyat Endeksi %90, KYD O/N Repo Endeksi Net %10'dan oluşmaktadır. Fon portföyündeki varlıklar İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdinde kontrol ve İstanbul Altın Borsası nezdinde muhafaza edilmektedir.

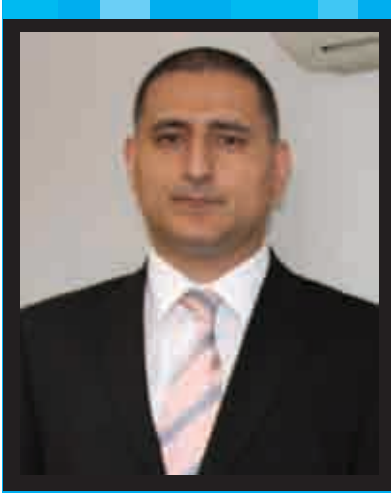
Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Altın Fonumuzla ilgili işlem sa-



atleri, İçtüzük ve İzahnameye internet sitemizde (www.sekeryatirim.com.tr) bulunan sürekli bilgilendirme formundan ulaşılabilir.

Fon portföyü yönetilirken altın piyasası ve dünyadaki trendler dikkate alınarak, portföydeki altın oranı beklentilere göre artırılmakta ya da azaltılmaktadır. Bilindiği gibi, altında esas belirleyici olan dünya piyasalarındaki gelişmeler ve ons/dolar seviyesi olmaktadır.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



Bülent Ülke
Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Portföy Yönetim Müdürü

B Tipi Altın Fonumuzun yatırımcı profiline bakıldığında, küçük ve orta ölçekli yatırımcıların riskten kaçınmak ve altının getirisinden azami ölçüde yararlanmak amacıyla fona giriş yaptığı dikkat çekmektedir. Fona yapılan yatırımlar ağırlıklı olarak trade amaçlı değil yatırım amaçlı olmaktadır. Yatırımcılar altın fonu ile altının getirisine paralel bir getiri sağlama ile birlikte, aynı zamanda portföylerindeki riski dağıtmak amaçlı altın fonunu bulundurabilmektedirler. Kriz ve savaş dönemlerinde güvenilir yatırım aracı olarak görülen altın, yatırım enstrümanları arasındaki önemli yerini korumaya devam etmektedir. Altının dünyada izlediği trendlere bakılırsa 1998-2002 yılları arasında 253 – 340 ons/dolar arasında yatay bir seyir izlediğini görmekteyiz. 2003-2008 arasındaki büyük trende bakıldığında ise altının 340- 1.012 ons/dolar arasında hareket ettiği görülmektedir. Bu tarihi zirvelerin nedenlerine bakıldığında ilk göze çarpan etkenler, Euro/dolar paritesinde görülen tarihi zirveler ve petrol fiyatlarındaki artış kadar piyasalardaki spekülasyon hareketleri olmuştur. 2009 yılında altın fiyatlarında, spekülasyon hareketleri yerine arz-talep dengesinin belirleyici olacağını düşün-

“ Özellikle kriz dönemlerinde ve belirsizliğin arttığı dönemlerde yatırımcılar altına olan talebi daima canlı tutmaktadır. Portföy Yönetimi ile Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Altın Fonu portföy yapısı itibarıyla bu türlü risklerin oluştuğu durumlarda da yatırımcılara alternatif sunmaktadır. ”

yoruz. Orta ve uzun vadede ise dünya piyasalarındaki gelişmeler, özellikle Çin (Çin'in altın rezervleri konusunda vereceği karar) ve Hindistan'dan gelecek olan talep altının trendini etkileyecektir. Dünyada olası bir enflasyonun artması durumunda altın fiyatlarında tekrar yükselişler yaşanabilir. Özellikle kriz dönemlerinde ve belirsizliğin arttığı dönemlerde yatırımcılar altına olan talebi daima canlı tutmaktadır. Portföy Yönetimi ile Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Altın Fonu portföy yapısı itibarıyla bu türlü risklerin oluştuğu durumlarda da yatırımcılara alternatif sunmaktadır.



ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. B TİPİ ALTIN FONU

Fonun Adı:	Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Altın Fonu
Fonun Tipi:	B Tipi
Fonun Türü:	Altın Fon
Kurucu:	Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Yönetici:	Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Sermayesi:	50.000.000.-TL
Toplam Pay Sayısı:	5.000.000.000.-Adet
Kuruluş Tarihi:	05.11.2008
Halka Arz Tarihi:	07.04.2009
Başlangıç Fiyatı:	0.010000
Tedavüldeki Pay Sayısı	
31.05.2009 itibarıyla:	112.716.698
Fon Toplam Değeri	
31.05.2009 itibarıyla:	1.182.080 TL
Birim Pay Fiyatı	
(31.05.2009):	0.010487.-TL

Kriz ve Dünyada Emeklilik Piyasaları

Finansal piyasalarda yaşamakta olduğumuz süreç emeklilik birikim projeksiyonlarında ciddi bir gerilemeye sebep olmuştur. Bu sorun, birçok ülkede ortalama yaşam süresinin artmasına bağlı olarak katlanarak büyümekte ve emeklilik planlamasının gözden geçirilmesini gerektirmektedir.

SEKTÖR GELİŞİMİ VE KRİZİN GETİRDİKLERİ

Geçen yıl emeklilik trendleri üzerine yapılan bir araştırmaya göre, dünyada çalışan nüfusun %20'sinden fazlası borçlarını ödemek amacı ile birikimlerini sonuna kadar kullanırken %13'ü birikim yapmayı tamamen bırakmış durumdadır. Yapılan çalışma İngiltere, Çin, Hindistan ve ABD'de küresel kriz dolayısıyla bozulan yaşam standartlarının sürdürülebilmesi amacı ile birikimlerin geri plana atıldığını göstermekte. Ekonomik daralma, insanların günlük yaşamlarını sürdürme konusundaki en-

diŐelerinin gelecek kaygısına göre daha kuvvetli olması anlamına geliyor. Büyük bir bankanın yaptığı bir araştırmaya göre, her 10 kişiden dokuzu emekliliğe kendisini hazır hissetmezken, bu kişilerin dörtte üçü çalışmayı bıraktıkları zaman elde edebilecekleri gelir konusunda bir fikre sahip değiller. Finansal piyasalarda yaşamakta olduğumuz süreç emeklilik birikim projeksiyonlarında ciddi bir gerilemeye sebep olmuştur. Bu sorun, birçok ülkede ortalama yaşam süresinin artmasına bağlı olarak katlanarak artmakta ve emeklilik planlamasının gözden geçirilmesini

gerektirmektedir.

Küresel krizin emeklilik piyasalarına etkisi, ülkeler bazında ve bu ülkelerdeki yatırım anlayışına göre de farklılıklar göstermektedir.

ABD'de, özel emeklilik yatırım fonlarında, finansal piyasalara bağlı olarak ciddi kayıplar yaşanmıştır. Ancak yine de emeklilik yatırım fonlarının değerleri, hisse senedi piyasaları ile kıyaslandığında daha az değer kaybetmiştir. Çalışanların ise az bir kısmı birikim hesaplarını kapatmışlardır. 2008 yılında ABD'deki birikim hesaplarında yer alan ortalama bir hesap bakiyesindeki ka-



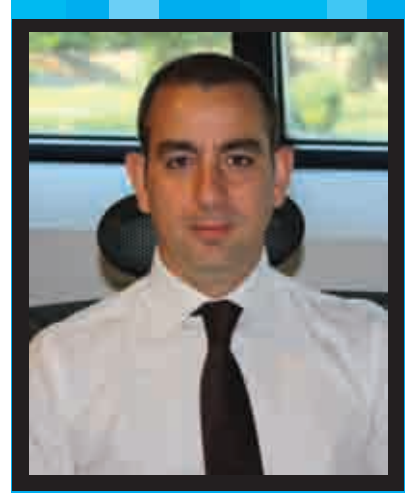
“Türkiye’de muhafazakar yatırım anlayışı sayesinde emeklilik fonları, finansal krizden daha az zarar gördüler. Varlıklarının %10’dan daha az bir kısmı ile hisse senetlerine yatırım yapan Türk emeklilik yatırım fonlarının risk limitleri ABD’den (%60) veya Şili’nin yüksek-riskli fonlarından (%80) çok daha düşük seviyede yer almaktadır.”

yıp %14 seviyesinde iken borsada yaşanan kayıp %30’un üzerinde gerçekleşmiştir. Tasarruf mevduatlarında ise neredeyse düşüş görülmemiştir (%8 seviyesinden %7.8 seviyesine). Çalışanların sadece %4’ü emeklilik planlarına katılmalarını iptal etmişlerdir. ABD’deki çalışanların kabaca %50’si devlet-dışı bir emeklilik planı kapsamında yer alırken bu planların neredeyse yarısı birikim hesaplarından oluşmaktadır (diğer yarısı ise halen belirlenmiş fayda planlarından oluşmakta olup, bu oran giderek azalmaktadır.) Kayıpların yaşandığı başka bir ülke olan Şili’de ise, 2008 yılında özel emeklilik fonlarında yaşanan %22,5 oranında, toplam 74,31 milyar USD’a yakın değer kaybı, 2007 yılı ile karşılaştırıldığında 21,56 milyar daha az gerçekleşmiştir. Taşındıkları vade ve risk seviyesine göre çeşitlendirilen beş emeklilik fonunun hepsi negatif getiri sağladığına da, aslında bu zararlar farklılık göstermektedir. Örneğin aktiflerinin %80’i hisse senetlerine bağlı yüksek riskli A fonu, Ocak-Aralık 2008 aralığında değerinin %40’ını kaybederken, çok popüler olan C fonunda yaşanan değer kaybı

ise %19 olmuştur. En muhafazakar seçenek olan sabit getirili menkul kıymet odaklı olan fon yalnızca %0.93 oranında değer kaybetmiştir. Denetleyici kurumun aktardığı verilere göre fonlarda, Aralık ayında özellikle Asya bölgesi başta olmak üzere yabancı hisse senetlerinde yaşanan pozitif performansa bağlı olarak bir miktar toparlanma görülmüştür. Halen bu bölgedeki fon varlıklarının %28.5 oranındaki kısmı yurtdışında, ağırlıklı olarak yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Uzmanlara göre, emeklilik yatırım fonu endüstrisi piyasalarda yaşanan dalgalanmalara alışık olduğu için geçmişte görüldüğü gibi keskin değer kayıpları telafi edilecektir.

Orta ve Doğu Avrupa’daki portföy yönetim endüstrisi de 2008 yılında çok büyük kayıplar yaşadı. Özellikle yerel piyasalara yoğunlaşmış hisse odaklı fonlar en büyük darbeyi aldılar. Orta ve Doğu Avrupa borsaları 2008 Ekim ortası itibarıyla yılbaşına göre %60 değer kaybı yaşamıştır. Kayıplar ayrıca Baltık bölgesindeki emeklilik yatırım fonlarını da etkilemiştir. 2008 yılında yaşanan kayıplar %100 sabit getirili muhafazakar yatırım fonlarında %7, portföyünde %25 hisse bulduran fonlarda %18 ve portföyünde %25’in üzerinde hisse bulduran fonlar için de %28 seviyelerine ulaşmıştır.

Türkiye’de ise muhafazakar yatırım anlayışı sayesinde emeklilik fonları, finansal krizden daha az zarar gördüler. Varlıklarının %10’dan daha az bir kısmı ile hisse senetlerine yatırım yapan Türk emeklilik yatırım fonlarının risk limitleri ABD’den (%60) veya Şili’nin yüksek-riskli fonlarından (%80) çok daha düşük seviyede yer almaktadır. Ayrıca, Türkiye’de yer alan her 10 fondan 9’u, sadece sabit getirili yatırım enstrümanlarına yatırım yapmaktadır. Türk fonlarının sadece küçük bir kısmı (%8) hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. 2008 yılında emeklilik yatırım fonlarının toplam değeri 6.4 milyar TL’ye (yaklaşık 3.88 milyar USD) çıkarken katılımcı sayısı da 1.75 milyona yükselmiştir.



Mehmet Ali Ersarı
AK Portföy Yönetimi A.Ş. / Genel Müdür Yardımcısı

PLAN TÜRLERİNE GÖRE YAŞANANLAR VE ÇIKARILACAK DERSLER:

Global finansal kriz sırasında fona dayalı emeklilik sistemlerinde genel bir güven kaybı yaşanmıştır. Örneğin, Hollandalı emeklilik yatırım fonlarının yaptıkları araştırmaya göre, nüfusun sadece %44’ü emeklilik yatırım fonlarına güven duyarken bu oran sadece 3 yıl önce %64 seviyesinde idi. Finansal kriz sonucunda emeklilik yatırım fonlarının defter değerlerinde yaşanan düşüşler, bu fonlarda yer alan yatırımcılarda, daha uzun yıllar birikimlerini kullanmayacak olsalar bile kaçınılmaz olarak psikolojik etki yaratmıştır. Eğer kaybedilen güven geri kazanılmak isteniyorsa krizden alınacak dersler oldukça önemlidir. Emeklilik sistemlerine yönelik nihai tabloyu görmek ve değerlendirmek için halen erken olabilir. Ancak elde bulunan veriler, tespit edilen bazı konuların önemini ve çıkarılması gereken dersleri anlamak için yeterli olacaktır. Bu dersler ve alınabilecek önlemler, Mayıs ayında Bratislava’da bir konferansta üç ana emeklilik modelinde ele alınmıştır:

Dağıtım modeli (PAYG)

Kamu finansmanına bağlı olması, bu devlet planlarının ekonomik krizlerden etkilenmemesini gerektirmez. Daha az sayıda çalışanın katkı payı ödemesi, ülke borcunun artması ve azalan ya da

negatif büyüme uzun vadede ödeme planlarının sürdürülebilirliğini etkilemektedir.

Emeklilik sistemleri demografik değişimler dolayısıyla zaten uzun vadeli bir baskıya maruz kalmaktaydılar. Şu anda 65 yaşının üzerinde her bir kişi için çalışan 4 kişi mevcut iken bu sayının 2050 yılında 2 olacağı tahmin edilmektedir. Tabii ki önemli olan sadece oransal veriler değil, çalışma yaş aralığında olan kişilerin kaçının gerçekten çalıştığıdır. Belki de yaşlanan toplumların bu sorununu çözmenin en acısız ve kolay yolu, daha çok insanın emekli olana kadar daha fazla ve daha uzun süre çalışmasını sağlamaktır.

Dolayısıyla önemli olan nokta, geçmişte yapılan hataların tekrarlanmaması ve ekonomik darboğazda işsizlik ile başedebilmek için erken emeklilik seçene-

ğinin kullanılmamasıdır. 2001 yılındaki %37 seviyelerinden 2007 yılında %45'e yükselen, yaşı ortalamasının üzerinde olan çalışan nüfus için pozitif bir süreç hazırlanmalı ve sürdürülmelidir.

Belirlenmiş fayda modeli (Funded defined benefit)

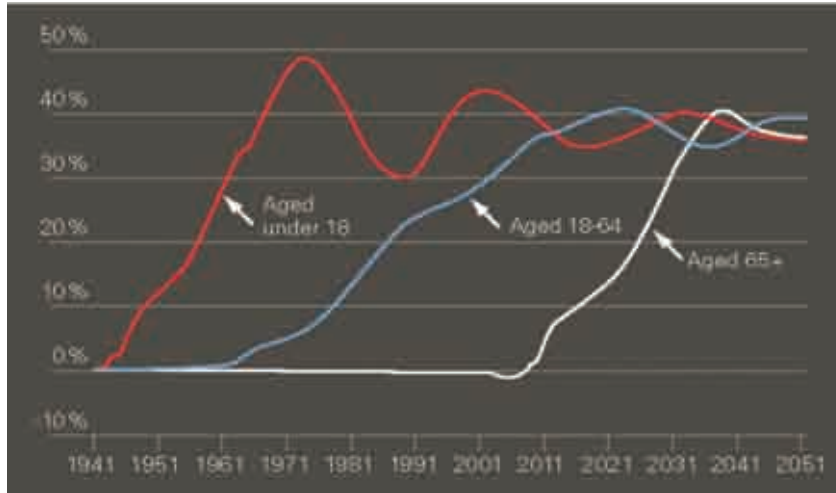
ABD'de yer alan Uluslararası Çalışan Emeklilik Planları Vakfı'nın (International Foundation of Employee Benefit Plans) yaptığı bir ankete göre, belirlenmiş fayda modelinde yer alan emeklilik hesaplarındaki tahakkuklar son 12 aylık dönemde finansal krize bağlı olarak %11.3 oranında kesilmiştir. Plan sponsorlarının %15.7'lik bir başka bölümü, aktif çalışanlarının tamamı veya bir kısmı için karşıladıkları emeklilik plan ödemelerine başka faktörlere bağlı olarak ara verdiklerini bildirmiştir. Plan spon-

sorlarının %8.2'lik bir kısmı ödemelere ara vermek yerine finansal krize bağlı olarak son 12 ayda emeklilik planlarına yeni katılımcı alımını durduklarını belirterek, %12.6'lık bir kısım da emeklilik planlarının yeni katılımcılara kapatılmasını diğer faktörlere bağlamıştır.

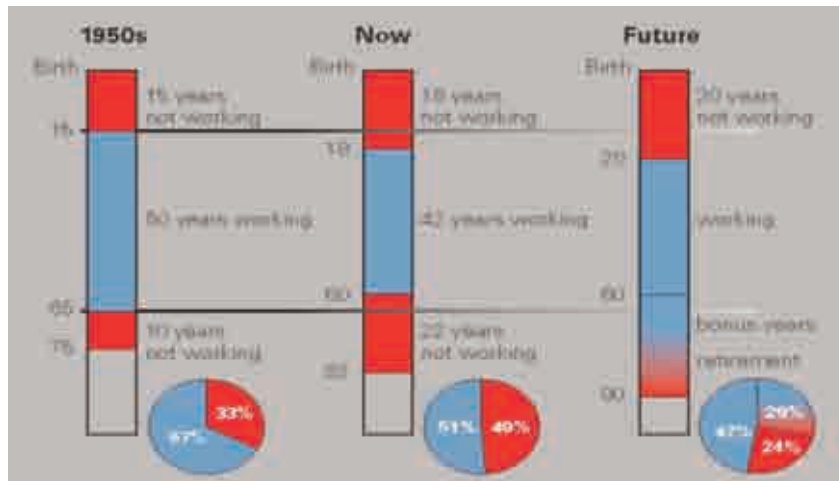
Yatırım ile değerlendirilen emeklilik planları (funded pension schemes), finansal krizden farkedilir şekilde darbe aldı. Sponsorların riski üstlendiği Belirlenmiş Fayda Modeli fonları, prensipte üyelerini (katılımcılarını) finansal piyasalardaki dalgalanmalardan korurlar. Ancak, yükümlülükleri karşılayan yatırımların piyasa değerlerinde yaşanan büyük düşüşlerde fon bilançosunu dengelemek ve bu planların uzun vadeli sürdürülebilirliklerini korumak amacıyla yapılacak olan ayarlamalar sadece sponsorlar tarafından yüklenilemez. Bu sebeple birçok ülke fon bilançolarını katkı paylarına, alınması planlanan maaşlara ve/veya hakediş yaşlarına yapılacak düzenlemeler aracılığı ile dengelemek için müşterek müzakereler veya hızlı düzenlemeler yapılmasına izin veren şok emici mekanizmaları emeklilik planlarının dizaynlarında kullanmıştır.

Belirlenmiş katkı modeli (Funded defined contribution)

Yine Amerika'da yapılan bir araştırmaya göre, 849 adet belirlenmiş katkı modeli plan sponsorundan 49 adedi (%5.8) şirket katkılarını ya azaltmış ya da önümüzdeki 12 ay içinde azaltmayı planlamakta iken 54 adet (%6.4) şirket, şirket katkısını ya askıya almış ya da önümüzdeki 12 ay içerisinde askıya almayı planlamaktadır. 32 adet (%3.8) şirket ise hem katkı paylarını azaltmış hem de askıya almış veya önümüzdeki 12 ay içerisinde bu iki aksiyonu gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Mayıs 2009'da, yatırımcılara sunulan yatırım ürünlerinde değişiklik yaptıklarını belirten belirlenmiş katkı modeli sponsorlarının oranı %13.3 olarak gerçekleşirken bu oran Ekim 2008'de yapılan bir araştırma sonucunda elde edilen %6.7'lik değişiklik yapma oranının iki katıdır. Sponsorların %13.3'lük



* Britanya'daki nüfusun yaşlara göre artışı



	Finansal Krize Bağlı Faktörler	Diğer Faktörler
İkramiye varsayımlarının/ emeklilik plan dizaynlarının gözden geçirilmesi	%37.3	%29.4
Yatırım Politikasının güncellenmesi	22.3	28.7
Yatırım yöneticilerinin değiştirilmesi	13.3	26.3
Yatırım danışmanlarının değiştirilmesi	7.7	15.1
Varlıkların yükümlülüklerle eşitlenmesi	6.7	12.0
Varlık dağılım politikasının tekrar değerlendirilmesi	65.7	23.3
Sabit getirili menkul kıymet oranının artırılması	36.6	16.0
ABD hisse senedi varlıklarının azaltılması	16.6	10.8
Gayrimenkul varlıklarının azaltılması	11.0	10.20

bir kısmının sunulan yatırım ürünlerinde değişiklik yapma sebeplerinden bazıları aşağıda listelenmiştir;

Mayıs 2009'da plan sponsorlarının %62'sinde sabit değerli bir fon bulunuyordu. Yapılan araştırma, Mayıs 2009'da Ekim 2008'e kıyasla daha fazla katılımcının sabit değerli fonlara geçtiğini gösterdi. Ekim 2008'de gerçekleştirilen %7.7 oranındaki plan transfer oranına zıt şekilde Mayıs 2009'da %15.4 oranında plan transferi gerçekleşti. Mayıs 2009'da %41.6 olan sabit değerli fona transfer oranı Ekim 2008'de %23 olarak gerçekleşmişti.

Finansal krizin sonucu olarak son 6 ayda plan sponsorlarının %44.1'i katılımcıların birikmiş katılım oranında azalma, %39.8'i belirlenmiş plana katılımcıların yaptıkları katılımlardan vazgeçenlerin oranında artış, %42.2'si hesaplarında çekim yapanların oranında artış, %40.1'i borç/kredi alan katılımcıların oranında artış ve %53.3'ü emekliliklerini erteleyen çalışanların oranında artış olduğunu bildirdi. Plan sponsorlarının sadece %10.9'u katılımcıların birikimlerinde artış olduğunu belirtirken, %10'u erken emekli olan çalışan sayısında artış olduğunu belirtti.

Şu anda emekli olan kişiler için ek bir önem teşkil etmemesine rağmen, genel olarak belirlenmiş katkı modelleri

her geçen gün önem kazanmaktadır. Buna göre Slovak emekli nüfusu 2046 yılında bütün emeklilik planlarının üçte ikisinden biraz fazla bir bölümünü yasal belirlenmiş katkı modelinden alacaklar. Zorunlu fon planlarını yürürlüğe koyan AB üyesi ülkelerden sadece Letonya ve Polonya emeklilik planlamalarında belirlenmiş katkı modeline daha büyük bir rol veriyor. Bu sistemlerden gelecekte temin edilecek olan emeklilik ödeneklerinin büyüklüğü göz önüne alınırsa, emekliliğe yaklaşan kişiler için belirlenmiş katkı modelinde tanımlı riskin hafifletilmesi gibi krizden çıkarılacak derslerin bu konuyla ne kadar yakından ilgili olduğu görülebilir. Riski üstlenme kapasitesi yanında asıl sorulması gereken soru, yüksek volatiliteye karşı koruma sağlayacak önlemleri zorunlu sistemlerin öngörüp göremeyeceğidir. Bir tipik çözüm, anaparanın ve az bir miktar geri dönüşün garantilenmesi olabilir. Bir diğeri emeklilik yaşına yaklaştıkça kişilerin aldıkları yatırım risklerinin azaltılması olabilir. Bütün zorunlu emeklilik planları bu tarz opsiyonları şu anda içermemektedir. Alınan risk ve potansiyel getiri düzeylerine sahip yatırım stratejileri arasında seçim yapmak, bilginin doğruluğu ile ilgili sorular doğurmaktadır. Konu emeklilik fonu ve yatırım stratejisi seçimine gelince, elde-

ki veriler birçok kişinin kazanç seviyeleri ve çalışma sürelerine uygun olmayan daha riskli seçimler yaptıklarını gösteriyor. Bu seçimler, kişilerin seçim yaptıkları sırada edindikleri bilgilere dayanıyor. Geçmişte alınan getiriler ve beklentiler de ayrıca önemli bir rol oynamıştır. Ancak, bu kişilere hiç kimsenin ani bir düşüşün olabileceğinden bahsetmemesinin etkisi de inkar edilemez. Sonuç olarak, tarafsız bilgiye sahip olmak çok önemlidir ve bu sadece belirlenmiş katkı modellerinde geçerli olan bir konu değildir. Modelleri değerlendirirken tasarlanma amaçlarının daha yaşlı bir nüfusa geçiş sırasında bu geçişin sorunsuz olmasını sağlamak olduğu unutulmamalıdır. Emeklilere pay-as-you-go modelleri ile yapılan mevcut emeklilik ödemeleri devam ederken fonlanan modellere yapılan katkı ödemeleri, şu anda daha fazla gider ancak gelecekte kamu finansmanı için daha az masraf anlamına gelmektedir. Bu şekilde demografik değişimlerin maliyetlerinin bir kısmı öne çekilerek uzun vadeli etkileri azaltılabilir. Özel fonlanan modellerin zorunlu olduğu birçok ülkede otoriteler mali yükün çok yüksek olduğunu ve fonlanan kısma yapılan katkı paylarının azaltılması gerektiğini düşünmektedirler. Benzer şekilde rezerv fonlara sahip olan ülkelerde birikimler durdurulmuş ve fonlar kısmı çıkışlar ile azalmıştır.

Fon yöneticilerinin de çıkarması gereken dersler olduğu tartışılmaz. Senaryo analizlerinin ve stres testlerinin bütün portföy değerlendirmeleri ve gelir varsayımlarına entegre edilmesi kaçınılmaz görünmektedir. Fon yöneticileri bu konularda mevcut durumu geliştirmek için mutlaka zaman ve kaynak ayırmalıdır. Sistemik riskler sürekli sorgulanmalı ve tespiti için yatırım uzmanları, sektör temsilcileri ve danışmanlarla sürekli temasta olunmalıdır. Prim ve ödül mekanizmaları, bu fonların uzun vadeli stratejilerini destekleyecek şekilde gözden geçirilmelidir. Emeklilik planlarında kısa vadeli yaratılan "alfa" yerine uzun vadeli getirilerine daha fazla para ve kaynak ayrılmalıdır.

	Finansal Krize Bağlı Faktörler	Diğer Faktörler
Tüm fonların gözden geçirilmesi	%28.7	%47.4
Düşük riskli seçeneklerin artırılması	20.9	17.5
Çeşitlendirmenin artırılması	18.3	29.5
Seçenek sayısının artırılması	13.8	21.3
Seçenek sayısının azaltılması	4.9	11.6
Hedef vadeli/Sürekli fonların eklenmesi	16.0	34.3
Likit fonların eklenmesi	16.0	25.4
Enflasyon korumalı fonların eklenmesi	11.2	16.0
Ömür boyu getiri garantili ürünlerin eklenmesi	6.3	14.9

Türkiye Ashmore'un yatırım radarında önemli bir ülke



Sermaye piyasamıza artan yabancı yatırımcı sayısının sonucu olarak Türkiye'ye yabancı portföy yönetimi şirketlerinin ilgisi arttı.

Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Johan Hattingh TKYD'nin sorularını yanıtladı.

Ashmore Portföy Yönetimi'ni bize kısaca tanıtır mısınız? Kurumun global anlamda yeri ve sahip olduğu vizyonu nedir?

Ashmore Portföy Yönetimi, yılların üstün performans tecrübesine sahip dünyanın önde gelen gelişmekte olan piyasa yatırım yöneticilerinden Ashmore Group plc'nin ("Ashmore"), Türkiye'deki uzman portföy yönetimi şirkettir. Londra merkezli fon yönetimi işi 1992'de şu andaki ekiple Australia and New Zealand Banking Group Ltd'in bir parçası olarak, Emerging Markets Liquid Investment Portfolio isimli ilk fonun kurulmasıyla başladı. 1999 yılında Ashmore, en büyük hissedarlığı çalışanlarına ait olmak üzere bağımsız hale geldi. Ashmore, havuz fonları, ayrılmış fon hesapları ve yapılandırılmış ürünlerden oluşan, 31 Mart 2009 itibariyle 23.5 Milyar Amerikan Doları değeri bulunan varlıkları yönetmektedir.

Ashmore Group plc Londra Borsası'nda kayıtlıdır. Buna ek olarak Ashmore'un New York ve Singapur'da iki ofisi bulunmaktadır. Ashmore'un ana operasyonu Londra merkezlidir; New York ve Singapur ofisleri sadece pazarlama ve müşteri hizmet ofisleri olarak faaliyet göstermektedir. Ashmore'un varolan varlık çeşitlerini artırma ve büyüyen sermaye havuzlarının ve uzman yönetime olan talebin yoğun olduğu gelişmekte olan piyasalarda yerel portföy yönetimi şirketleri kurma vizyonuna uygun



Johan Hattingh

Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş. / Genel Müdürü

olarak, Türkiye'de portföy yönetimi işini ve ayrıca Brezilya ve Hindistan'da portföy yönetimi bağlı ortaklıklarını kurmuştur.

Türkiye'de de yansıtılan bir felsefe ve süreç olarak, Ashmore'un Londra merkezli 30 kişilik yatırım ekibi makro bir yukarıdan-aşağı, likidite-odaklı ve değer-güdümlü strateji ile çalışarak, toplam getiri hedeflemektedir. Şirket, üstün bilgi ve analiz ile portföy likiditesi ve siyasi dinamiklere odaklanan aktif yönetimin, döngüde daha düşük riskli ve ortalamanın üzerinde getirilere ulaştıracağına inanmaktadır. Ashmore beş ana gelişmekte olan piyasa yatırım temasında uzmanlaşmıştır: dış borçlar, yerel para birimi borçları ve yerel para birimleri, özel durumlar (sorunlu borçları şirketleştirme ve girişim sermayesi), kurumsal yüksek getiri ve halka açık hisse senedi.

Kimler ile çalışıyorsunuz, portföy büyüklüğü ve bu büyüklüğün varlık dağılımı nedir?

Ashmore, uzun yıllardır Türk varlıklarına yatırım yapmaktadır. Bunun sonucu olarak uzun süreli ilişkilerimiz var. Yerel merkezli bir portföy yönetim şirketi kurmak beraberinde yeni engeller yaratmaktadır ki bu engellerin çözümleri söz konusu ülkeye hastır. Her iki tarafta da karşılıklı yararı olacak kişi ve kurumlarla çalışacağız. Örneğin, yatırım fon-

“ Ashmore Türkiye'nin yatırımcılara sunduğu fırsatlar anlamında önemli bir gelişmekte olan piyasa olduğuna inanmaktadır. Bu yüzden ana şirketimizin kararı Londra dışında yerel bir portföy yönetimi varlığı oluşturmak için ilk ülke olarak Türkiye'nin seçilmesi oldu. ”

ları kurmak üzere İş Yatırım ile birlikte çalışıyoruz. Her portföy yöneticisinin yaptığı gibi, yönetim altındaki varlıklarımızı büyütmekte bize yardımcı olacak güçlü dağıtım yeterliliğine sahip kurumlar arıyoruz. Karşılığında onlara Ashmore'un fon yönetim tecrübesinin yararlarını sunuyoruz.

Portföyümüzün büyüklüğü, tahvil ve hisse senedi yatırımı olarak, 31 Mayıs 2009 itibarıyla 50 Milyon TL düzeyindedir.

Yabancı bir kurum gözüyle Türkiye ile ilgili düşünceleriniz nedir?

Ashmore Türkiye'nin yatırımcılara sunduğu fırsatlar anlamında önemli bir gelişmekte olan piyasa olduğuna inanmaktadır. Bu yüzden ana şirketimizin kararı Londra dışında yerel bir portföy yönetimi varlığı oluşturmak için ilk ülke olarak Türkiye'nin seçilmesi oldu. 2002 yılından beri meydana gelen değişiklikler beraberinde finansal istikrar getirdi. Türkiye'nin kredi krizinin yarattığı türbülansla önünü görmeyi başarabilmesinin önemli ölçüde nedeni de bu değişikliklerdir. Yatırımcılar, istikrar sunarken kabul edilebilir getiri elde edilebilen ülkelere yatırımla ilgilenmektedir. Sadece coğrafi yeri ve enerji sektörüyle ilgili yatırımcılara sunduğu fırsatlar değil, Türkiye'nin lehinde daha birçok olumlu faktör bulunuyor. Bunlardan en

önemlisi, yatırımcıların gelecekte ilgilerini çekebilmek açısından ekonomi yönetimi kritik önem taşıyor.

Türkiye'de bir portföy yönetimi şirketi kurarak neleri amaçlıyorsunuz?

İş modelimiz yüksek tasarruf oranları ve büyüyen yerli sermaye havuzları olan gelişen ülkelerde yerel portföy yönetimi operasyonları kurmaktır. Yerel emeklilik sistemlerinin gelişmesiyle birlikte bu büyüme, bu portföylerin şimdi ve gelecekte büyütülmesi için yerel merkezli uzman portföy yöneticilerine ihtiyaç yaratmaktadır. Geçmişteki doğrudan yabancı yatırım rakamları yabancı yatırımcıların Türk piyasasına olan güvenini göstermektedir ve biz, Ashmore Grubu olarak bu ihtiyaçlara cevap verecek ürünler sunmaktayız. Türkiye, yıllardır ve halen Ashmore'un yatırım radarında önemli bir ülkedir.

Kurumunuzu, yerel portföy yönetimi şirketlerinden ayıran unsurlar neler olacaktır?

Ashmore Portföy Yönetimi, herhangi bir finansal kuruma bağlı olmayan, Türkiye'deki ilk bağımsız yabancı portföy yönetim şirkettir. Müşterilerine yatırımlarında yüksek toplam getiri sağlamayı hedefleyen aktif portföy yönetimi modelimize güveniyoruz. Yabancı kurumsal yatırımcıların Türkiye gibi ülkelerde para yöneten portföy yöneticilerinden olan beklentileri konusunda da önemli bir anlayış, bilgi ve tecrübe getiriyoruz.

Önümüzdeki üç yılı düşündüğünüzde Türkiye'de ulaşmak istediğiniz hedefleriniz nelerdir?

İlk ve öncelikle amacımız içeriye yatırımımızın miktarını artırmamızı sağlayacak kurumlar ve yüksek özvarlıklı bireylerle yakın çalışma ilişkisi kurarak yerel işimizin büyüklüğünü artırmak. Aynı zamanda Türk off-shore fonlarının büyüklüğünü artırmaya gayret edeceğiz. Bunlara ek olarak, Türk yatırımcılara açık yatırım fırsatları yelpazesini artırmaya çalışacağız, ancak önceliğimiz yatırımcılarımıza sağlam getiriler sunmaktır.

Kriz dönemlerinde geleceğin belirsizliği ve yeni finansman

1980'lerin başından beri dünya birbirini tamamlayan iki olguyu beraberce yaşamaktadır. Bunlardan biri finansal serbestleşme, diğeri de küreselleşmedir. Bu ikisinin birlikte çalışmasıyla sermaye hareketleri, dünya çapında hem hacim hem de hız olarak devasa bir biçimde artmıştır. Küresel çapta sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması, sermayenin daha fazla kazanç güdüsüyle rahatlıkla uluslararası hareketlerine yol açmış ve gelişmekte olan ülkelerin

ucuz ve bol sermaye bulma olanaklarına kavuşmasını sağlamıştır. Ancak böyle bir düzen, aynı zamanda kriz üreten mekanizmaların da küresel boyuta taşınmasına neden olmaktadır. Günümüz krizi, çoğu kez 1929'da başlayan dünya ekonomik kriziyle karşılaştırılmaktadır. Bütün dünyayı etkilemesi dışında her iki kriz arasında paralellik kurmak çok doğru olmasa gerektir. Dünya, 1930'lar koşullarından çok büyük farklılıklar göstermektedir. Bir ülkede ortaya çıkan ekonomik rahatsızlıklar, bugün, o günlerden

çok daha fazla ve hızlı bir biçimde dünyaya yayılmaktadır. Bir diğer deyişle, ülkeler arası karşılıklı bağımlılık, dün olduğundan çok daha fazla ve yoğundur. Diğer yandan bugünün dünyası, dünün dünyasından çok daha fazla "finansaldır". Krizler, eskiden reel gerekçelerle ortaya çıkarken artık, finansal dünyadan reel dünyaya sıçrayarak yayılma eğilimi göstermektedir. Ayrıca, günümüz dünyası, eskiyle kıyaslanamayacak çapta, tür ve miktar olarak, sermaye ve para piyasası yatırımlarıyla karşı karşıyadır.



““ *Bireysel ve küçük yatırımcıların, sermaye piyasalarından çekilmesi, tasarrufların değerlendirilmesi ve yeni tasarruf arzı konusunda yakın gelecekte karamsar bir tablo çizmektedir. Oysa, küresel ve serbest bir dünya finansal düzeninin devamı, sürekli ve taze sermaye arzına bağlıdır.* ””

Yatırım araçlarındaki bu çeşitlilik, 1970'lerin hemen başında sabit kurlardan esnek kurlara geçişle başlayan sürecin sonucudur. O dönemlerde, dünyanın daha önce hiçbir dönemde yaşamadığı yeni bir risk tipi ortaya çıkmıştır: Kur riski. Sadece ülke paralarının birbirlerine göre değerlerinde ortaya çıkan, çoğu “reel” nedenlerden bile kaynaklanmayan değişimler yeni bir risk yönetim stratejisini zorunlu kılmıştır. Kur tahmin modellerinin geliştirilmesini zorunlu kılan bu olgular, finansal serbestleşmeyle birlikte, kurların sadece mal ithalat ve ihracı arasındaki farktan etkilenmediği bir dünyada daha da karmaşıklaşmaktadır. Ödemeler dengesinin sermaye hesabı alt dengesi, neredeyse bütün ülkeler için mal ticaretinden çok daha etkili bir biçimde kurları belirlemektedir. Finansal serbestleşme ve kur dalgalanmaları, finansal yatırım stratejilerini birlikte belirlerken ortaya yeni finansal yatırım araçlarının da çıkması ve yaygınlaşmasına neden olmuştur. Vadeli araçlar ve/ya da türev araçlar da denilen bu yeni finansal enstrümanlar başlangıçta “kur riskinden korunmak” amacıyla ortaya çıkarken, artık önceden kestirilemeyen birçok riskin oda-

ğını oluşturmaktadır. Bu riskler arasında, sermayenin uluslararası dolaşımına bağlı olarak yoğunlaşan “ülke riski” gibi kavramlar dikkat çekici olabilir. İşlevsel olarak bunlar gerçekleşirken, kurumsal olarak piyasaların “deregüle” ve “regüle” uçlarında dolaştırılması da başka sorunların gündeme taşınmasına neden olmuştur ve olmaktadır. Düzenlenmemiş, serbestlik koşulları, önceleri daha ideal finansal piyasalar oluşturabilir diye düşünülürken sermayenin bu serbestliği zaman zaman sınırsızca kullanması, rekabet kurallarını görmezden gelmesi, büyük sermayenin küçük sermaye üzerinde olumsuz etkileri, piyasa ve kurumların düzenlenmesini gerektirmiştir. 1990'lar ve 2000'ler bu düzenlemelerin alt yapısının kurulmasıyla geçmiştir. Dünyada ve ülkemizde yaşanan finansal piyasaların düzenlenmesi deneyimlerinin çok da başarılı olmadığını, 2008'de patlak veren kriz bir anlamda kanıtlamaktadır. Başta ABD ve İngiltere olmak üzere, kriz sonrası düzenlemelerdeki eğilim, daha bir “merkezileşme” ve “sertleşmedir”. Daha fazla düzenlenmiş ve daha sıkı bir düzenlemeye sermayenin ne denli uyaacağı ve krizin önünün alınabileceği henüz belli değildir. Kriz döneminin puslu havasında asıl güçlük yaşayan, önündeki sonsuz seçeneğe karşın yolunu bulmakta zorlanan bireysel ve küçük yatırımcılardır. Bireysel ve küçük yatırımcıların, sermaye piyasalarından çekilmesi, tasarrufların değerlendirilmesi ve yeni tasarruf arzı konusunda yakın gelecekte karamsar bir tablo çizmektedir. Oysa, küresel ve serbest bir dünya finansal düzeninin devamı, sürekli ve taze sermaye arzına bağlıdır. Bireysel küçük yatırımcının güvenceye alınmasının sağlanması krizden çıkışta, büyük devletlerin önemli sorumluluğu ve sınavı olacaktır. Diğer yandan kurumsal yatırımcılar da, ellerindeki bütün gelişmiş ekonomik ve istatistiksel makro ekonomik modellere karşın, bu krizde yetersiz kalmışlardır. İleri finansal tahmin mo-



Prof. Dr. Erişah Arcan
Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu Müdürü

delleri, bilişim destekleri, çok geniş kapsamlı veri akışı, adeta bir “mühendislik” haline gelen finansmanı, kurtarmaya şimdilik yetmiyor gibi görünmektedir. Bunda kriz dünyasının kurumsal altyapısının henüz dizayn edilememiş olmasının payı da büyüktür. Yakın gelecekte İtalya'da yapılacak olan G-20 zirvesinde yeni uluslararası finansal mimari konusunda alınacak kararlar, kurumsal yatırımcıların geleceği tahmin etmede gerekli doneleri sağlayabilir. Bu doneler ortaya çıkmadan, devletlerin gelecek konusunda tavırları netleşmeden, piyasaların ve finansal kurumların buna karşı nasıl bir hareket tarzı geliştireceği konusunda yorumlar spekülasyon olacaktır. Şurası kesin gibidir: Kriz sonrası hem finansal araçlarda hem de finansman stratejilerinde köklü değişikliklere gidilmesi sürpriz olmayacaktır. Sağlıklı ve uzun vadeli finansman stratejileri de bu değişikliklerle ancak şekillenebilir.



Yakın çalışma arkadaşı Turan Gökçe Bali'den **Salih Neftçi** anısına

Mali piyasalar ve mali mühendislik alanlarının önde gelen uzmanı Salih Neftçi 15 Nisan'da, İsviçre'nin Aubonne kentinde, 62 yaşında beyin kanserinden yaşamını yitirdi.

Neftçi, New York şehrindeki New School Üniversitesi'nde Ekonomi profesörü, aynı üniversitede Küresel Finans alanında Yüksek Lisans Programı Direktörü, İsviçre'deki Lozan Üniversitesi'nde Mali Mühendislik Sertifikası Programı (FAME) Direktörü, Hong Kong Bilim ve Teknoloji Üniversitesi'nde ve İngiltere'deki Reading Üni-

versitesi Mali Piyasalar İşletme Okulu ISMA Merkezi'nde öğretim görevlisi, Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası, Amerikan Dışişleri Bakanlığı ve Uluslararası Kalkınma Ajansı danışmanı, Türkiye ve Çin'de yayınlanan gazetelerde köşe yazarıydı.

Finans üzerine ufuk açan 3 kitap yazdı: Introduction to the Mathematics of Financial Derivatives (Elsevier Academic Press, 1996, Second Edition, 2000), Principles of Financial Engineering (Elsevier Academic Press, 2004), ve China's Financial Markets: An Insider's Guide to How the Markets Work (Elsevier Academic Press,

2006). İlk kitap, dünyada tüm önemli üniversitelerin türev araçları derslerinde kullanılan standart ders kitabıdır. Bu kitaplar, başlıca finans ve ekonomi dergilerindeki bir çok makalesi, ders ve sunumları vasıtasıyla, yüzlerce yüksek lisans ve doktora öğrencisine, vadeli faiz oranları takasları, CDS (credit default swap), CDO (collateralized debt obligation) ve diğer türevler gibi finansal araçlar konusunda eğitim verdi.

Araştırma ve derslerinde daha çok, değerlemede sayısal yöntemler, finansal türev matematiği, ileri risk yönetimi ve gelişmekte olan piyasalarda

“ Araştırma ve derslerinde daha çok, değerlemede sayısal yöntemler, finansal türev matematiği, ileri risk yönetimi ve gelişmekte olan piyasalarda işlem stratejileri konularına odaklandı. Yeni finansal araçların uygunsuz biçimde kullanılmasındaki riske karşı uyarıda bulunarak bugünkü mali krizi önceden haber verdi. ”



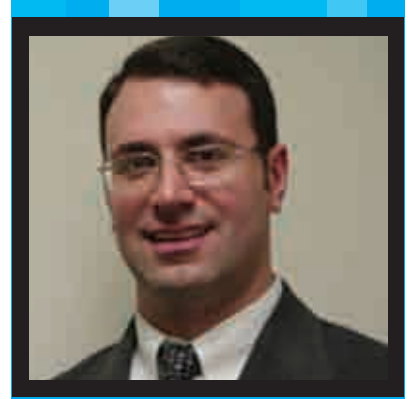
işlem stratejileri konularına odaklandı. Yeni finansal araçların uygunsuz biçimde kullanılmasındaki riske karşı uyarıda bulunarak bugünkü mali krizi önceden haber verdi.

Neftçi, ekonomi alanındaki doktorasını 1977’de Minnesota Üniversitesi’nde tamamladı. 1982 yılında, New York Kent Üniversitesi (City University of New York – CUNY) Yüksek Lisans Merkezi’ndeki görevine gelmeden önce Boston Üniversitesi, George Washington Üniversitesi ve Fordham Üniversitesi’nde dersler verdi. 2008 yılında CUNY’den ayrılan Neftçi,

New School Üniversitesi’nde göreve başladı. New School’u küresel finans alanında bir program oluşturma konusunda teşvik etti. Kendi ifadesiyle burası 21. Yüzyıl uluslararası finans mesleğinin gerektirdiği şaheser bilgi kaynakları, niteliksel araçlar ve teknikleri sunuyordu.

Neftçi, kariyerinin başında, ekonometri ve makroekonomi üzerine uzmanlaştı. Toplam zaman serileri arasındaki ilişkiler, özellikle de ücret ve istihdam üzerine, iş döngüsü hakkında klasik makaleler yazdı. Bunlar, *Econometrica*, the *Journal of Political Economy*, the *Journal of the American Statistical Association*, and the *Review of Economics and Statistics* de dahil olmak üzere ekonomi ve istatistik alanındaki en iyi dergilerde yer aldı. 1980li yılların sonlarına doğru, dikkatini finansa yöneltmiş ve finansal türev araçlarının matematiği ve mali mühendislik üzerine etkili kitaplar üretmiştir.

Türev araçlarının küresel piyasalarda 200 trilyon doları aşan büyüklüğe ulaştığının tahmin edildiği dikkate alınır, bu araçların yapısını anlamının zorunluluğu ortaya çıkar. Türevlerle ilgili esas problem, bunların sıklıkla, sadece kontratı başlatanın anladığı, ezoterik (sınırlı sayıda kişinin bilgisinde) anlaşmalar olarak görülmesi ve bunun da sağgörülü bir biçimde kullanılmasını sınırlamasıdır. Aslında, bu araçların fiyatlandırılması ve kontrolü mükemmel matematik becerileri ister. Neftçi’nin *Introduction to the Mathematics of Financial Derivatives* (Finansal Türev Araçları Matematiğine Giriş) kitabının amacı, okuyucuya türevlerin fiyatlandırılması altında yatan matematiksel modellere başlangıç bilgisi vermektir. Bu kitap, yüksek lisans öğrencilerinin ve ihtimal ve ölçme kuramı konusunda örgün eğitime sahip olmadan bu işi yapan kişilerin, modern mali ekonomi jargonunu ve türev ürünlerinin modellenmesi ve fiyatlandırılması için gereken matematiksel araçları anlamalarını sağlamaktadır.



Turan G. Bali
David Krell Kürsüsü Finans Profesörü
Ekonomi ve Finans Bölümü
Zicklin İşletme Fakültesi Baruch College, CUNY

Neftçi, çoğu kez doğası itibarıyla kesin olmayan bir alanda, yanılıcı bir şekilde tam doğruyu ele alan ileri matematik üzerinde durmak yerine, varlıkların davranışlarını tekrarlayabilmemiz gerektiğini vurgular. Neftçi’nin *Principles of Financial Engineering* (Mali Mühendisliğin İlkeleri) kitabı, alanın karmaşıklığını abartmak yerine, üzerindeki gizemi kaldırmaya çalışır. Geleneksel nakit akış diyagramlarını, ayrıştırma yöntemi olarak yoğun bir şekilde kullanır ve yatırımların davranışları hakkında bildiğimiz çok az şeyi istediğimiz sonuçları yaratabilmek amacıyla nasıl kullanabiliriz konusuna odaklanır. Mali mühendislik derslerine veya finans matematiği programına temel oluşturacak harika bir kitaptır. Neftçi’nin finans alanına duyduğu tutku, sadece kitapları ve makaleleriyle değil, özellikle CUNY Lisansüstü Eğitim Merkezi’nde danışmanlık yaptığı birçok doktora tezinde kendini göstermiştir. CUNY’deki eski öğrencilerinden birçoğu şu anda araştırma ve eğitim alanındaki son derece başarılı kariyerlerinin keyfini sürüyorlar. Bir meslektaşının dediği gibi: “Neftçi’nin çalışması, ilerideki türev araçları ve temelini oluşturan matematik üzerine yapılan tüm çalışmalar için bir çıkış noktası görevi görecektir. Bu ve yetiştirdiği olağanüstü öğrencileri, onun kalıcı mirasıdır.”



Borsa yatırım fonları

Borsa Yatırım Fonu (BYF), bir endeksi baz alan, baz aldığı endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlayan ve payları borsalarda işlem gören yatırım fonlarıdır.

Türk Sermaye Piyasaları ilk Borsa Yatırım Fonu ile Ocak 2005'te Finansbank AŞ. DOW JONES İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu ile

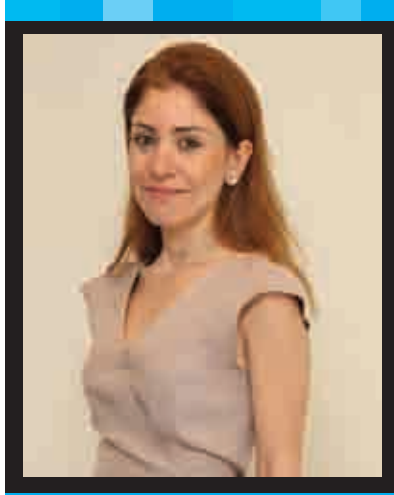
tanıştı. Ocak 2005'ten bugüne ihraç edilen ve İMKB'de işlem gören Borsa Yatırım Fonlarının sayısı 10'a ulaştı.

Borsa Yatırım Fonları, fonun içerisindeki hisse senetleri baz alınan endeksin içeriğinin bire bir kopya edilmesi ile oluşturulur. Baz aldığı endeksin performansını bire bir olarak replike eder. Aynı zamanda hisse senetlerinin yüksek likidite imka-

nı ve kolaylıkla alınıp satılabilmesi ile yatırım fonlarının riski dağıtma, yatırım yaptığı piyasaların getirilerinden yatırımcıları yararlandırma gibi özelliklerini birleştirmektedir.

BYF'nin yatırımcılar açısından avantajlarına baktığımızda;

- İşlem Kolaylığı
- Riskin Dağıtılması
- Düşük Maliyet



Duygu Özer

Finans Portföy Yönetimi A.Ş. /
Satış Pazarlama Grup Yöneticisi

- Şeffaflık
 - Günlük İzleme imkanı
- ilk akla gelenler olarak sayılabilir.

İŞLEM KOLAYLIĞI:

Borsa Yatırım Fonları İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) iş-

leme açık olduğu hergün seans saatleri içerisinde hisse senetleri ile aynı şekilde alınıp satılabilmektedir. İMKB'de aracılık yapma yetkisine sahip tüm aracı kurumlardan herhangi bir hisse senedi gibi emir verilerek işlemler gerçekleştirilebilir.

DÜŞÜK MALİYET:

BYF'ler tüm dünyada en ucuz maliyetle işlem gören ürünlerdir. Yatırım fonları ile karşılaştırıldığında, oldukça düşük bir maliyetle yatırımcılara yatırım imkanı sağlar. Bireysel ve kurumsal (yerli/yabancı) yatırımcılar İMKB'den BYF için yaptıkları işlemlerde sadece aracı kurumların tahsil ettikleri işlem komisyonunu ödemektedirler.

ŞEFFAFLIK:

BYF'lerin takip ettikleri endeksin her işlem günü gösterge niteliğindeki portföy kompozisyonları açıklanmaktadır. Yatırımcılar sahip oldukları BYF paylarının hangi varlıklardan oluştuğunu kolayca günlük olarak

takip edebilirler.

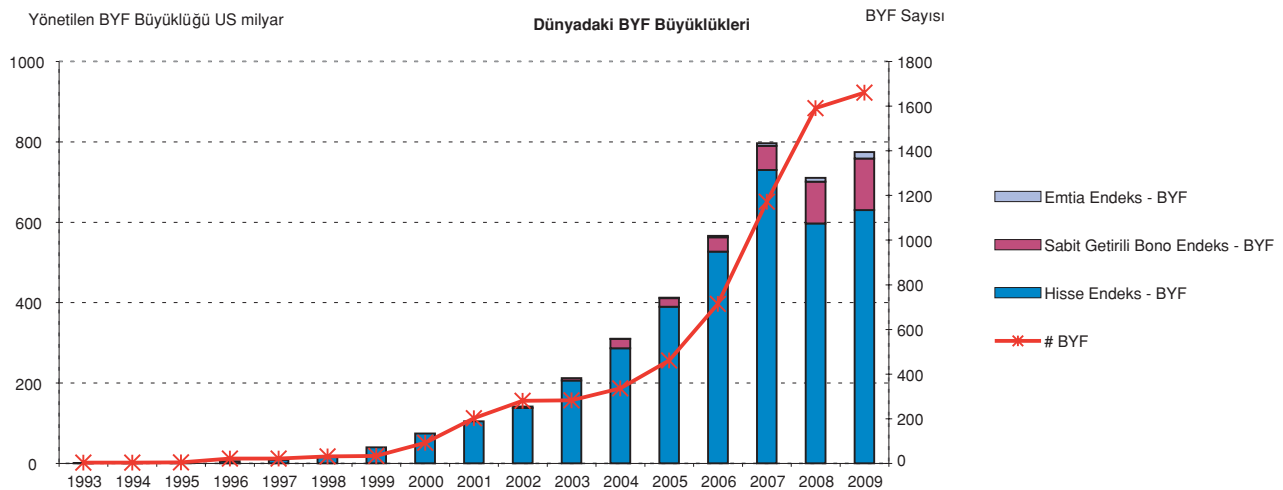
GÜNLÜK İZLEME İMKANI:

Borsa Yatırım Fonları'nda İMKB seans saatleri içerisinde 15 saniyede bir gösterge niteliğinde net aktif değer açıklanmaktadır. Bu sayede yatırımcılar değişen piyasa koşullarına ve hisse senedi fiyatlarının, fonun net aktif değerini ne oranda etkilediğine ilişkin fikre sahip olabilirler.

DÜNYA'DA BORSA YATIRIM FONLARI

Dünyada ilk borsa yatırım fonu 1993'te Amerika'da kurulurken, Avrupa'da BYF'lerin kurulması 2000'li yılları buldu. BYF'ler, Türk yatırımcısı için yeni enstrümanlar olduğu gibi, dünyadaki diğer yatırımcılar için de yatırım alanları sunan yeni sayılabilecek enstrümanlar.

Dünya çapında en son Borsa Yatırım Fonları ile ilgili rakamlara baktığımızda, Mayıs 2009 verileriyle, 775.20 milyar dolar fon büyüklüğü ile dünya çapında 42 borsada 90



Kaynak: Bloomberg

TABLO 2 ENDEKS YAPISI BAZINDA DÜNYADAKİ BYF BÜYÜKLERİ

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Toplam BYF Büyüklüğü	0.8	1.1	2.3	5.3	8.2	17.6	39.6	74.3	104.8	141.6	212	309.8	412.1	565.6	796.7	710.9	775.2
Emtia Endeks-BYF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.1	0.3	0.5	1.2	3.4	6.3	9.6	16.2
Sabit Getirili Bono Endeks-BYF	-	-	-	-	-	-	-	0.1	0.1	4	5.8	23.1	21.3	35.8	59.9	103.8	128.3
Hisse Endeks-BYF	0.8	1.1	2.3	5.3	8.2	17.6	39.6	74.3	104.7	137.5	205.9	286.3	389.6	526.5	729.9	596.7	630

fon yöneticisi tarafından yönetilen 1,670 adet BYF olduğunu görüyoruz.

Dünyada yatırımcıların çok yakın bir tarih olan 1993 yılında tanıştığı yeni bir enstrüman olmasına rağmen, BYF'lerin dünya çapında büyümesi hızlı bir şekilde gerçekleşti. Gerek işlem kolaylığı, gerekse sağladığı bir çok avantaj ve bunun yanında birçok çeşit menkul kıymetin üzerine kurulabilen endeks yapısı, BYF'lerin hızlı büyümesinin sebebi olarak ilk akla gelenler arasında sayılabilir.

Dünyada sermaye piyasası ürünlerinin genişlemesi, birçok yeni alternatif yatırım ürününün piyasalarda işlem görmesi BYF'lerin kullanım alanını arttırdığı gibi, yeni ihtiyaçlar doğrultusunda yeni BYF'lerin de yeni enstrümanlar olarak dünya piyasalarında işlem görmesi için fon yöneticileri tarafından yatırımcılara sunuldu.

Dünyadaki rakamlara baktığımızda, yönetilen büyüklük olarak, emtiaları baz alan endekslere yazılmış BYF'lerin 16,2 milyar dolar, sabit getirili menkul kıymetleri baz alan endekslere yazılmış olan BYF'lerin 128,3 milyar dolar, hisse senetlerini baz alan endekslere yazılmış olan BYF'lerin de 630 milyar dolar büyüklüğe ulaştığını görüyoruz.

Bu kadar çeşitli ürünü baz alan endeks yapısı esnekliğini sunan BYF'ler dünyada çeşitli ihtiyaçlar doğrultusunda, tüm yatırımcıların ilgi odağı olmayı başarmıştır. Bireysel yatırımcıların bir pay hisse senedi ile kolayca alıp satabildiği borsa yatırım fonları, aynı zamanda, büyük nitelikli yatırımcı olarak tanımladığımız, Hedge Fonlar, Fund of Funds gibi fon yöneticilerinin de ürün seçeneğinde ilk sıralardadır. Kısa yatırımlar için baz aldığı endekse, ürünün performansına katılmayı kolaylıkla sağlayan BYF'ler, aynı zamanda uzun yatırım perspektifi çerçevesinde, dünyadaki birçok emek-

“*Borsa Yatırım Fonları, fonun içerisindeki hisse senetleri baz alınan endeksin içeriğinin bire bir kopya edilmesi ile oluşturulur. Baz aldığı endeksin performansını bire bir olarak replike eder.*”

lilik fonu için de cazibesini koruyan ilk ürünler arasında yer almaktadır.

TÜRKİYE'DE BORSA YATIRIM FONLARI

Türk Sermaye Piyasalarının ilk olarak Ocak 2005 tarihinde tanıştığı Borsa Yatırım Fonlarının sayısı bugün itibarıyla 10'a ulaştı.

Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonlarını yönetici kurum bazında listelediğimizde; Finans Portföy A.Ş.'yi 6 adet BYF, Bizim Menkul Değerler A.Ş.'yi 1 adet BYF, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'yi 2 adet BYF, Ak Portföy Yönetimi A.Ş.'yi 1 adet BYF ile Türkiye sermaye piyasalarına yatırım yapmak isteyen yatırımcıları Borsa Yatırım Fonları ile tanıştıran kurumlar olarak görmekteyiz.

Fon Yöneticisi Bazında Borsa Yatırım Fonları ve İhraç Tarihleri:

FİNANS PORTFÖY A.Ş.

DJIST-Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu/Ocak 2005
NFIST-Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu-Aralık 2005
SMIST-Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler SMIST İstanbul 25 A Tipi Borsa Yatırım Fonu-Haziran 2006
GOLDIST-İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu-Ağustos 2006
FBIST-FTSE İstanbul Bono FBIST B

Tipi Borsa Yatırım Fonu-Ekim 2007
IST30-Finansbank A.Ş. IMKB-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu -Nisan 2009

BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

DJIMTR-Bizim Menkul Değerler A.Ş. Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu-Ocak 2006

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER AŞ.

DJTEA15-İş Yatırım-Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 A Tipi Borsa Yatırım Fonu-Ocak 2006
IBOXXGT-İş Yatırım-IBOXX Türkiye Gösterge Tahvil B Tipi Borsa Yatırım Fonu-Temmuz 2008

AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.

SPTUR-S&P/IFCI Türkiye A Tipi Akbank Borsa Yatırım Fonu-Kasım 2006

Türkiye'de Borsa Yatırım Fonları, Sermaye Piyasası Kurulu mevzuatına göre Yatırım Fonları Çatısı altında değerlendirilmektedir.

A tipi ve B Tipi kategorisinde, 7 adet A Tipi Endeks Borsa Yatırım Fonu ve 3 adet B Tipi Borsa Yatırım Fonu olarak dağılımın gerçekleştiğini görmekteyiz.

A Tipi-Endeks-BYF

- 1 Bizim Menkul Değerler Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu
- 2 Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu
- 3 Finansbank Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu
- 4 İş Yatırım Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 A Tipi Borsa Yatırım Fonu
- 5 Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler SMIST İstanbul 25 A Tipi Borsa Yatırım Fonu
- 6 S&P/IFCI Türkiye A Tipi Akbank Borsa Yatırım Fonu
- 7 Finansbank A.Ş. IMKB-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu

TABLO-3 2008-2009 Yılı Ortalama İşlem Hacimleri (TL)

BYF	*2008	Ocak 09	Şubat 09	Mart 09	Nisan 09	Mayıs 09	**Haziran 2009
DJIMT	509,010.40	367,458.56	353,730.61	406,445.14	453,533.45	377,800.81	461,512.81
DJIST	12,295,277.83	8,857,292.18	7,624,817.42	6,161,244.18	4,615,543.12	5,558,242.10	4,806,940.62
FBIST	15,752,594.30	18,131,497.64	17,822,415.18	17,188,062.65	19,881,433.11	18,619,024.44	15,093,833.90
GLDTR	2,696,161.46	3,217,865.23	5,202,514.59	7,179,781.24	8,186,564.15	7,376,935.60	2,778,255.79
ISDJE	2,119,306.42	404,896.39	170,882.34	114,427.42	271,704.18	270,422.09	163,057.36
ISIGT	182,440.39	48,853.87	12,823.40	41,240.68	145,566.54	261,411.18	395,268.11
IST30	-	-	-	-	51,463,563.40	49,000,651.09	33,142,132.63
NFIST	1,364,378.35	1,521,014.87	1,867,577.05	1,738,097.21	1,988,712.05	2,315,652.97	2,124,473.84
SMIST	709,821.43	1,171,887.67	1,565,033.18	1,277,047.19	1,008,649.39	1,448,961.18	1,507,083.37
SPTUR	654,531.21	8,820.70	3,407.14	3,135.40	11,519.43	17,992.41	17,333.539

Kaynak: Rasyonet

*2008 Yılı ortalama günlük işlem hacimlerini kapsamaktadır

**Haziran datası 23/06/2009 tarihine kadar gerçekleşen işlemleri kapsamaktadır

Haziran 2009 datası ile Türkiye'deki Borsa Yatırım Fonları'nın büyüklüğü 192,346,093 TL'ye ulaşmıştır.

TABLO 4

Yıl Bazında BYF Büyüklükleri					
A Tipi-Endeks-BYF	2005	2006	2007	2008	*2009
Finansbank İMKB-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	-	-	-	30,089,586
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	53,087,524	67,302,399	104,320,233	26,733,023	23,657,625
İş Yatırım Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	-	5,436,009	5,227,290	6,453,409
Bizim Menkul Değerler Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	3,085,292	2,868,072	4,972,046	5,224,972
S&P/IFCI Türkiye A Tipi Akbank Borsa Yatırım Fonu	-	6,182,041	4,329,369	1,280,582	1,412,514
Finansbank Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	5,480,931	1,605,750	1,511,483	790,794	1,135,479
Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler SMIST İstanbul 25 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	1,457,747	1,256,043	1,203,459	755,300
B Tipi-Endeks-BYF					
İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu	-	37,660,184	40,477,768	33,344,098	68,461,124
FTSE İstanbul Bono B Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	-	106,814,844	106,125,620	39,674,546
İş Yatırım iBoxx Türkiye Gösterge Tahvil B Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	-	-	14,976,707	15,481,538

*23/06/2009 Büyüklükleri alınmıştır

Kaynak: Rasyonet

TABLO 5 BORSA YATIRIM FONLARI YÖNETİM ÜCRETLERİ

A Tipi-Endeks-BYF	Günlük Yönetim Ücreti (Yüzbinde)	Yıllık Yönetim Ücreti (%)
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	2.6	0.95
Finansbank İMKB-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	2.6	0.95
Bizim Menkul Değerler Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	3	1.1
İş Yatırım Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	2.74	1
S&P/IFCI Türkiye A Tipi Akbank Borsa Yatırım Fonu	3.5	1.28
Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler SMIST İstanbul 25 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	2.6	0.95
Finansbank Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	2.6	0.95
B Tipi-Endeks-BYF	Günlük Yönetim Ücreti (Yüzbinde)	Yıllık Yönetim Ücreti (%)
FTSE İstanbul Bono B Tipi Borsa Yatırım Fonu	1.4	0.51
İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu	1.3	0.47
İş Yatırım iBoxx Türkiye Gösterge Tahvil B Tipi Borsa Yatırım Fonu	1.37	0.5

Kaynak: Rasyonet

TABLE 6 BYF - YIL BAZINDA PERFORMANS

A Tipi-Endeks-BYF	2005	2006	2007	2008	2009-25/06/2009
	Performans (%)	Performans (%)	Performans (%)	Performans (%)	Performans (%)
Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler SMIST İstanbul 25 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	5.93	29.24	-61.67	58.89
Finansbank Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	0.04	7.42	41.19	-47.68	46.95
Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	48.96	5.96	48.36	-46.45	34.73
S&P/IFCI Türkiye A Tipi Akbank Borsa Yatırım Fonu	-	-1.09	45.90	-49.29	34.08
İş Yatırım Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	-	7.76	-45.95	35.54
Bizim Menkul Değerler Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	-21.16	23.95	-40.56	20.29
Finansbank İMKB-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	-	-	-	36.48
B Tipi-Endeks-BYF	2005	2006	2007	2008	2009-25/06/2009
Performans (%)	Performans (%)	Performans (%)	Performans (%)	Performans (%)	Performans (%)
FTSE İstanbul Bono B Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	-	2.16	18.28	12.30
İş Yatırım iBoxx Türkiye Gösterge Tahvil B Tipi Borsa Yatırım Fonu	-	-	-	9.73	12.08
İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu	-	-0.74	7.48	33.86	10.32

Kaynak: Bloomberg

*BYF'ler halka arz edildiği yıl içerisinde, ihraç tarihine göre getirileri baz alınmış hesaplanmıştır.

B Tipi-Endeks-BYF

- 1 FTSE İstanbul Bono FBIST B Tipi Borsa Yatırım Fonu
- 2 İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu
- 3 İş Yatırım iBoxx Türkiye Gösterge Tahvil B Tipi Borsa Yatırım Fonu

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 10 adet Borsa Yatırım Fonu'ndan 7 tanesi İMKB'de işlem gören hisse senetleri üzerine yazılmış endekslerden, 2 tanesi Türkiye Cumhuriyeti Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen iskontolu ve sabit kuponlu Devlet İç Borçlanma Senetleri üzerine yazılmış endekslerden, bir tanesi de gram altının performansının üzerine yazılmış bir endeksten oluşmaktadır.

Yatırımcıların minimum birer pay şeklinde alıp satarak kolayca işlem yapabildikleri İMKB 'de işlem gören 10 adet Borsa Yatırım Fonu bireysel/kurumsal yatırımcılar için ve aynı zamanda yabancı yatırımcılar için de tercih edilen TL enstrüman-

lar arasındadır.

Borsa Yatırım Fonlarının sayılarının Türkiye'de her geçen yıl artması, yatırımcıların diğer tercih ettiği (yatırım fonları) ürünlere göre düşük yönetim ücretleri, yatırım yapılmak istenilen endekse ve ürüne anında istenilen fiyattan ulaşılabilmesi, fiyatının ve getirisinin birçok data sağlayıcı tarafından takip edilebilme imkanının sağlanması, sadece kurucu kurum bazında değil Türkiye'de yatırımcının hisse senedi hesabı bulunan tüm aracı kurumlardan alınıp satılabilme imkanı, yatırımcıya açığa satış imkanı vermesi, birçok alternatif yatırım aracında alt-baz ürün olarak kullanılabilmesi (yatırım fonları-türev ürünler), Türkiye'de Borsa Yatırım Fonlarının kullanılabilirliğini, toplam varlık değerlerini ve işlem hacimlerini yıllar bazında arttırmıştır.

TÜRKİYE'DEKİ BORSA YATIRIM FONLARI VE ENDEKSLERİ

DJIST-Dow Jones İstanbul 20

Dow Jones Turkey Titans 20 In-

dex'inde yer alan Türkiye'nin önde gelen halka açık 20 şirketinin hisse senetlerini içerir.

Dow Jones Indexes'in uzmanlığı ve American Stock Exchange'in danışmanlığıyla oluşturulmuştur. Fon Kurucusu Finansbank, fon yöneticisi Finans Portföy'dür.

NFIST-Non Financial İstanbul 20

Non-Financial İstanbul 20 Index'inde yer alan Türkiye'nin önde gelen halka açık 20 sanayi ve hizmet şirketinin hisse senetlerini içerir.

Non Financial İstanbul 20, Dow Jones Indexes'in uzmanlığı ve American Stock Exchange'in danışmanlığıyla oluşturulmuştur.

Fon Kurucusu Finansbank, fon yöneticisi Finans Portföy'dür.

SMIST-Turkish Smaller Companies İstanbul 25

Türkiye'nin önde gelen halka açık 25 küçük ve orta ölçekli şirketlerinin hisse senetlerini içerir.

Turkish Smaller Companies İstanbul 25 SMIST'in fon kurucusu Finansbank, fon yöneticisi Finans Portföy'dür.

GOLDIST-İstanbul Altın Borsa Yatırım Fonu

İstanbul Gold, külçe altına gram bazında yatırım yapma imkanı sunar. Fon Kurucusu Finansbank, fon yöneticisi Finans Portföy'dür.

FBIST-FTSE İstanbul Bono

FTSE Türkiye TL Hazine Bonosu Endeksinde yer alan Türkiye Cumhuriyeti Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen iskontolu ve sabit kuponlu Devlet İç Borçlanma Senetlerini içerir.

Endeks yapıcı FTSE, fon kurucusu Finansbank, fon yöneticisi Finans Portföy'dür.

IST30-İMKB 30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu

İMKB Ulusal -30 Endeksini baz almaktadır.

Fon kurucusu Finansbank, fon yöneticisi Finans Portföy'dür.

DJIMTR- Dow Jones DJIM Türkiye

Dow Jones DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu Dow Jones Islamic Market Turkey endeksine dayalı borsa yatırım fonudur.

Endeks yapıcı Dow Jones Indexes, fon kurucusu Bizim Menkul Değerler A.Ş., fon yöneticisi Bizim Menkul Değerler A.Ş.'dir.

SPTUR-S&P/IFCI Türkiye A Tipi Akbank Borsa Yatırım Fonu

S&P/IFCI Türkiye Endeksini baz almaktadır. Türkiye'nin önde gelen ve İMKB'de yüksek işlem hacmine sahip şirketlerinin hisse senetlerini kapsamaktadır.

Endeks yapıcı S&P, fon kurucusu Akbank TAŞ, fon yöneticisi Ak Portföy Yönetimi AŞ'dir.

DJTEA15-İş Yatırım Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15

A Tipi Borsa Yatırım Fonu

Yatırımcıya İMKB'de işlem gören ve halka açıklık oranının piyasa değerleri en büyük 15 hisse senedinin getirisini sunmayı amaçlamaktadır. Dow Jones Türkiye Eşit Ağırlıklı 15 Endeksini baz almaktadır.

Endeks yapıcı Dow Jones Indexes, fon kurucusu İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., fon yöneticisi İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'dir.

iBoxxGT-İş Yatırım iBoxx Türkiye Gösterge Tahvil B tipi Borsa Yatırım Fonu

iBoxx Türkiye Gösterge Tahvil endeksi yatırımcılara en uzun iskontolu Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarından oluşur. iBoxx Türkiye Gösterge Tahvil Endeksi'ni baz almaktadır.

Endeks yapıcı International Index Company Limited, fon kurucusu ve fon yöneticisi İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'dir.





Alternatif Yatırım Fon Yönetim Şirketleri (AIFM) Direktifi



Cenk AKSOY
İş Portföy Yönetimi A.Ş. / Genel Müdür Yardımcısı

Hedge fon tarzında yatırımlarda bulunan özel yatırım araçlarının Avrupa Birliği (AB) içerisinde etkin bir şekilde düzenlemesi ve risk unsuru yaratan tüm kurumların faaliyetlerinin denetimi amacıyla Avrupa Komisyonu, yeni bir Direktif (Alternative Investment Fund Managers Directive) hazırlamış ve inisiyatif sahiplerinin görüşüne sunmuştur.

Amerika'da mortgage sisteminin büyük yara almasıyla başlayan finansal kriz zamanla tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Önceleri kredi krizi şeklinde başlayan süreç, daha sonraları likidite krizi haline dönüşmüş, özellikle kredi ve hisse senedi piyasalarında büyük kayıplar yaşanmıştır. Krizin diğerlerinden en büyük farkı, küreselleşmenin etkisiyle global piyasalara ve ekonomilere hızla yayılmış olmasıdır. Ekonomisi dışı açık her ülke yaşananlardan olumsuz yönde etkilenmiştir.

Krize götüren süreci tetikleyen en önemli unsurlardan biri, finansal piyasalarda yaşanan kolay ve hızlı para yaratma kabiliyeti olmuştur. Bu sebeple 2007 yılının sonuna kadar yüksek para çarpanı etkisiyle yaratılan likidite fazlalıkları, her türlü varlık üzerinde talep unsurunu artırmış ve varlık fiyatları anormal şekilde yükselmiştir. Hisse senetlerinin yanı sıra emtialar, petrol, gayrimenkuller ve değer yaratan finansal varlıklar, yüksek para kazanma isteğinin etkisiyle görülmemiş değerle-

re ulaşmıştır. Bu dönemde yeterli derecede düzenlemesi ve şeffaflığı olmayan, son derece riskli ve karışık varlıklara yatırım yapan özel yatırım araçları, yatırımcılarına yüksek getiri imkanı sağlarken, hızlı bir büyüme göstermiştir. Bu araçlardan en önemlisi hedge fonlardır. Bir fon yapısı içerisinde kurulmuş olsalar bile, gelişmiş ülkeler bu fonları geleneksel yatırım fonlarından ayrı olarak sınıflandırmış ve mevzuat eksikliklerini tamamlamak konusunda geç kalmışlardır. Hedge fonlar, etkilerinin çok fazla olması ve son derece geniş bir kitleyi kapsamaları nedeniyle düzenleme ve denetim dışı kalmaya devam etmişlerdir. Finansal piyasalarda dalgalanmaların artmasında etkisi fazla olan hedge fonların portföy büyüklüğü, 2008 yılının başlarında 2.8 trilyon USD seviyesine yükselmiştir. Diğer klasik yatırım fonlarından farklı olarak kaldıraçlı, bir başka deyişle borçlanarak, yüksek riske sahip varlıklara yatırımlarda bulunan hedge fonların büyüklüğü, 2009 yılının Mart ayı sonunda 1.2 trilyon USD seviyesine kadar gerilemiştir.

Geldiğimiz son noktada, hedge fon tarzında yatırımlarda bulunan özel yatırım araçlarının Avrupa Birliği (AB) içerisinde etkin bir şekilde düzenlenmesi ve risk unsuru yaratan tüm kurumların faaliyetlerinin denetimi amacıyla Avrupa Komisyonu, yeni bir Direktif (AIFM-Alternative Investment Fund Managers Directive) hazırlamış ve inisiyatif sahiplerinin görüşüne sunmuştur. Önerilen yeni düzenleme, alternatif yatırım fonlarının yönetimini ve idaresini yapan kuruluşlar için uyum sağlayan talepler getirecektir. AB ülkeleri yatırım fonları düzenlemesi UCITS direktiflerinden ayrı olarak, alternatif yatırım fonları, çok farklı yatırım stratejisi, tekniği ve yatırımcı kitlesine sahiptir ve bugün 2 trilyon Euro luk portföy büyüklüğünü temsil etmektedir. Bu sektör hedge fonlar dışında private equity (girişim sermayesi) altyapı, emtia ve gayrimenkul fonlarını da içermektedir. Finansal piyasalarda kredi bulma imkanları zorlaştıkça private equity fonlarının buy-out aktiviteleri önemli derecede azalmıştır. Ancak bu tür bazı fonlar, buldukları finansman olanakları tükendiğinde sıkıntılar ile karşı karşıya kalmışlardır.

AIFM'lerin faaliyetleri, üye ülkelerin ulusal finans ve ticaret kanunları ile AB müşterek kanun şartlarının birleşimi olarak düzenlenmektedir. Dolayısıyla bu direktif, kısmen mevcut kanun ve kuralların ulusal seviyede bakış açısını yansıtmaktadır. Mevcut düzenlemeler ortamı, sınır ötesi işlemlerde taşınan riskleri yeterli derecede yansıtmamaktadır. Direktif, AIFM'lerin yetkileri ve süregelen denetimleri için AB nezdinde tutarlı ve güvenli bir altyapı sağlayacaktır.

Özellikle yüksek oranda kaldıraç kullanan büyük portföye sahip AIFM lerin, bireysel ya da müşterek faaliyetleri piyasalarda yaşanan dalgalanmaları kuvvetlendirmiş, AB içerisinde finansal piyasaların istikrarsızlığına katkıda bulunmuştur.



““ *Mevcut düzenleme yapısının verimsiz ve güçsüz olması sebebiyle Avrupa Komisyonu, hedge fonlar, private equity fonlar ve diğer önemli özel yatırım araçlarının düzenlenmesi ve denetlenmesini belirleyen standartları kurmak amacıyla ayrıntılı teklifini hazırlamış ve niyetini belli etmiştir. AIFM’lerin AB nezdinde düzenleme ve denetim fonksiyonlarının etkinliği artarken, üye ülkelerin kendi uygulamalarına paralel hareket edilecektir.* ””

Üye ülkelerde AIFM operasyonlarının denetimi farklılaşmaktadır. Bu fonların yükümlülüklerinin yarattığı risklerin etkin şekilde yönetilmesi için üç temel yaklaşım gerekmektedir. Risk yönetim süreçlerinin gözetimi, içsel yönetim ve şeffaflık. Hem ulusal seviyede, hem AB seviyesinde denetçilere veya denetim süreçlerine destek verilmesinde net düzenlemelerin olması da önemlidir. AIFM’lerin kesin yaygın kurallara uygun olarak faaliyetlerini sürdürmesi kaydıyla, bir üye ülkede kurulmuş AIF’in (Alternative Investment Fund), diğer bir üye ülkede profesyonel yatırımcılara pazarlanmasında sakınca bulunmamaktadır.

Mevcut düzenleme yapısının verimsiz ve güçsüz olması sebebiyle Av-

rupa Komisyonu, hedge fonlar, private equity fonlar ve diğer önemli özel yatırım araçlarının düzenlenmesi ve denetlenmesini belirleyen standartları kurmak amacıyla ayrıntılı teklifini hazırlamış ve niyetini belli etmiştir. AIFM’lerin AB nezdinde düzenleme ve denetim fonksiyonlarının etkinliği artarken, üye ülkelerin kendi uygulamalarına paralel hareket edilecektir. Ayrıca komisyon, Amerika gibi uluslararası tarafları ile düzenleme ve denetim süreçlerinin de bütünlüğünü sağlamak amacıyla birlikte çalışacaktır.

AIFM direktiflerinin iki temel amacı bulunmaktadır:

- AIFM’in sahip olduğu yatırımcılarının, ilgili kurumların ve diğer piyasa katılımcılarının karşılaştıkları riskleri gözeticek ve denetleyecek güvenli ve uyumlu bir AB altyapısını kurmak.
- Kesin kural ve isteklere uygun olarak AIFM’in servis sağlanmasına ve pazarlanmasına imkan sağlamak.

Önümüzdeki dönemde tüm AIFM’lerin başlangıç izinleri ve organizasyonları bir takım basit koşullara bağlı olacaktır. Bu koşullara ek olarak Direktif, AIF’in yönetilirken AIFM’in uygulayacağı belirli ve önceden tasarlanmış teknikler ile bu teknikler hakkında yeterli derecede şeffaflığı sağlamasını da içermektedir.

Teklif edilen Direktif, küçük portföy yönetim şirketleri için iki muafiyeti de içermektedir. Toplamda 100 milyon Euro’dan daha az miktarda AIF portföyleri yöneten AIFM’ler ile kaldıraçlı pozisyon taşımayan ve her bir portföyü 500 milyon Euro’dan az olan ve kurulduğu tarihi takiben beş yıl boyunca yatırımcılarının fon paylarını geri iade hakkı olmayan AIF’i yöneten AIFM’ler, bu direktif kapsamı dışında tutulmuştur. Temel olarak denetim faaliyeti riskin yoğun-

laştığı alanlara odaklanmaktadır. Hedge fon yöneticilerinin yaklaşık %30'nu kapsayan 100 milyon Euro eşik değeri, AB içerisinde kurulmuş hedge fon varlıklarının hemen hemen %90'nı içermektedir. Direktif ile diğer non-UCITS fonları yöneticilerinin yaklaşık yarısının da kapsama girmesi beklenmektedir.

AB nezdinde tek pazar yaklaşımı altında, bir üye ülkede yetki alan AIFM, fonlarını diğer bir üye ülkede profesyonel yatırımcılara pazarla-

“ Direktif, yalnızca hedge fon ve private equity fonlarını kapsamamaktadır. Hedef yatırımcı kitlesi, yatırım stratejisi ve türüne bakılmaksızın non-UCITS fonlar da bu kategoride yer almaktadır. ”

maya yetkilidir. Diğer bir deyişle, AIFM yetkisi ya da lisansı, portföy yöneticisine AIF'i, AB üye ülkeleri arasında profesyonel yatırımcılara pazarlama hakkı vermektedir. Üye ülkeler kendi inisiyatif alanlarında AIF'lerin bireysel yatırımcılara pazarlanmasında gerekli olan izni, ek düzenleyici tedbirler uygulayarak alabilirler. Sınır ötesi pazarlama faaliyetleri, ev sahibi ülkenin yetkili otoritesine gerekli olan bilgi ve belgelerin aktarılması sonrasında gerçekleşmektedir. Bugün AB'de kurulmuş birçok fonun portföy yöneticisi, üçüncü ülkelerde kurulmuş fonları yönetebilmekte ve üye ülkeler arasında pazarlayabilmektedir.

Yeni direktif ile getirilmesi düşün-

len en önemli değişiklik, AIF ile ilgili organizasyonda bulunan tüm tarafların sorumluluk alanlarının net olarak tanımlanıyor olmasıdır. AB nezdinde kurulan ve yetki almış AIFM tarafından yönetilen AIF'lerin yönetim fonksiyonu devredilemezken, idari fonksiyonları yetkili otoritenin onayı ile gerekli şartları taşıyan off-shore kurumlara devredilebilmektedir. Özellikle AIF'nin sahip olduğu finansal varlıkların saklanması yetki verilmiş saklayıcı kurumlar, bu fonksiyonlarını kesin koşullarla alt kurumlara devredebilen AB'de faaliyet gösteren kredi kuruluşu olmak zorundadır. Üçüncü taraf ülkelerde yetki verilen değerlendirici kuruluşlar, AB'ne benzer nitelikte düzenleyici standartlara tabi olmak durumundadır. Söz konusu kesin kurallar altında direktif, AIFM'nin üçüncü taraf ülkelerde kurduğu AIF'leri üç yıllık geçiş sürecinin ardından Avrupa bölgesinde profesyonel yatırımcılara pazarlama hakkı vermektedir. Bu süre uygulama sürecinde ek isteklerin karşılanması için gerekmektedir. Di-

rektif, üçüncü taraf ülkelerdeki kurumlar tarafından üzerine alınabilen veya AB'nin yetkilendirilmiş kuruluşların sorumlulukları altında devredilebilen fonksiyonların tanımlandığı şartları içermektedir. Ayrıca taslak direktif AIF'e, kurulmuş olduğu üçüncü taraf ülkenin, AIF'in pazarlanacağı üye ülke ile OECD vergi anlaşması olması durumunda, AB nezdinde dağıtımına izin vermektedir. Bu durum üye ülkenin ulusal vergi otoritesine, off-shore fonlara yatırım yapan yerel profesyonel yatırımcıların vergilendirilmesi için gerekli olan tüm bilgileri üçüncü taraf ülkenin vergi otoritesinden elde etme hakkı vermektedir. Sonuç olarak önerilen direktif şartlarına uygun denetim fonksiyonu ve düzenleme altyapısı olan üçüncü taraf ül-



kelerde kurulan AIF'leri yöneten AIFM'ler, üç yıllık geçiş süresinin ardından AIF'leri AB üye ülkelerinde pazarlayabilmektedir. Her durumda ilgili üçüncü taraf ülkenin yeterliliği ve benzer piyasa erişimi yalnızca Komisyon tarafından karar verilecektir.

AB nezdinde faaliyet gösteren tüm AIFM'lerde etkili bir denetim ve gözetim fonksiyonu sağlamak amacıyla önerilen Direktif, AB'de AIF yöneten AIFM'ler için yasal olarak bağlayıcı bir yetkilendirme ve denetim sistemi sunmaktadır. Söz konusu sistem AIF'in yasal ikametgahına bakılmaksızın uygulanacaktır. AB nezdinde faaliyetlerini sürdürmek için tüm AIFM'ler, kurulu olduğu üye ülkelerde kendi otoritelerinden yetki talep etmektedir. AIFM'ler ayrıca yetkili otoritelerinin özellikle likidite riski ve açığa satışı ilişkin ek operasyonel ve karşı taraf riski, çıkar çatışmalarının açıklanması ve yönetimi, varlıkların gerçek değerleri, saklama şirketinin güvenliği gibi risk yönetim sistemlerinin içsel uygulamalardaki sağlamlığı konularında taleplerini karşılamak durumundadır. Bu Direktif AIFM'in yatırımcılarına, yatırımları ile ilgili giderler, komisyonlar, risk yönetimi uygulamaları, idari işler, saklama, değerlendirme, normal veya istisnai durumlarda pay iadesi politikası, kaldıraç kullanımı ve varlıkların türleri hakkında yeterli bilginin sağlanması dahil olmak üzere yatırım politikasının açık ve net bir tanım yapmasını sağlamaktadır. Ayrıca AIFM, yönetimini yaptığı AIF'in kurulu olduğu üye ülkenin yetkili otoritesinin talep ettiği AIF'in yatırım yaptığı varlık ve piyasaları, varlık bazında pozisyonları, performans ve risk bilgilerini düzenli olarak raporlamak durumundadır.

Buna ek olarak direktif, AB Komisyonuna finansal sistem içerisinde istikrar ve dürüstlüğü sağlaması

amacıyla, kaldıraçlı pozisyonlara limit koyma hakkı da tanımaktadır. Bu hak direktif ile olağanüstü durumlarda kullanılması amacıyla üye ülkelerin yetkili otoritelerine verilmiştir. Sistematik olarak belirli bir limitin üzerinde kaldıraç taşındığı durumlarda AIFM'in, bu durumu tüm formlarında yetkili otoriteye ve kamuoyuna duyurması istenmektedir. Böylece üye ülkeler arasında yüksek kaldıraçlı pozisyon alan AIFM'ler ile ilgili bilgiler yetkili organlar arasında paylaşılacaktır.

EFAMA

Önemli derecede risk içeren tüm aktör ve faaliyetlerin uygun şekilde düzenlenmesi ve gözetimi konusundaki AB Komisyonunun hazırladığı AIFM direktifini EFAMA desteklemektedir. Ancak taslak hazırlanırken bu konuda söz sahibi kuruluşlara danışılmadığından ve UCITS

“ AB ülkeleri yatırım fonları düzenlemesi UCITS direktiflerinden ayrı olarak, alternatif yatırım fonları, çok farklı yatırım stratejisi, tekniği ve yatırımcı kitlesine sahiptir ve bugün 2 trilyon Euro luk portföy büyüklüğünü temsil etmektedir. ”

ya da MiFID gibi düzenlemelere yeterince dikkat edilmediğinden, taslak üzerinde çok fazla değişikliğe ihtiyaç bulunmaktadır.

Direktif, yalnızca hedge fon ve private equity fonlarını kapsamamaktadır. Hedef yatırımcı kitlesi, yatırım stratejisi ve türüne bakılmaksızın

non-UCITS fonlar da bu kategoride yer almaktadır. Bu yüzden UCITS rejimine benzer, ulusal seviyede düzenlenen bireysel yatırımcılara satılan fonlar, gayrimenkul fonları ve kurumsal yatırımcılar için farklı türdeki özel fonlar direktif kapsamına girmektedir. Tüm bu kurumlar kendi ülkelerinde dağıtılıyor olsalar bile AIFM lisansına başvurmak zorunda kalacaklardır. Hatta UCITS ve non-UCITS fonu yöneten kurumların aynı anda çift lisansa sahip olmaları gerekecek, bu durum maliyetleri artırdığı gibi direktifler arasında tutarsızlığa yol açacaktır. Bu yüzden EFAMA,

- Üye ülkelerin kendi içlerinde ulusal seviyede satılan fonlarının direktif kapsamı dışında tutulmasını,
- Üye ülkeler, üçüncü taraf ülkelerde kurulan fonların kendi bölgelerinde dağıtılmasını, kendi kuralları ile düzenlenmelerine izin verilmesi konusunda serbest olmaları,
- AIFMD, MiFID ve UCITS direktiflerinin altyapıları arasında tutarlı ve anlaşılır bir yaklaşım izlenmesini istemektedir.

Değerlendirme

AB komisyonunun hazırladığı taslak üzerinde oldukça fazla itirazlar bulunmaktadır. AIF türü altında yer alacak fonlar ile onlara hizmet sağlayan inisiyatif sahiplerinin farklı yöndeki görüşleri, direktifin kabul görüp yasallaşması sürecinde sorunlar yaşanmasına sebep olmaktadır. Öte yandan üye ülkeler arasında siyasi anlamda karar vericilerin konunun detaylarına inildiğinde inisiyatif kullanmaları güçleşmektedir. Direktif son derece hassas, zor ve karmaşık geniş bir kesimi düzenleme altına almaya çalıştığından, kurumlar hatta ülkeler arasında mutabakatı sağlamak oldukça güç olacaktır. Bu yüzden AIFM'leri düzenleme ve gözetiminin doğruluğu kabul edilmiş olsa da farklı tutum ve görüşler sürecin yavaş çalışmasına neden olacak gibi gözükmektedir.

UCITS Pazarında Trendler

Net satışlar

UCITS fonlarında 2009 yılının ilk çeyreğinde 22 milyar Euro net para girişi yaşanmıştır. Böylece küresel krizin patladığı 2007 yılının yazını takiben, ardi ardına geçmiş altı çeyrek boyunca UCITS fonlarında yaşanan net para çıkışı sona ermiştir. Ancak para piyasası fonları haricinde tüm kategorilerde net çıkışlar görülmüştür. Finansal piyasalarda yaşanan görülmemiş yüksek dalgalanmalardan dolayı yatırımcılar riski düşük yatırım araçlarına yönelmeye devam etmişlerdir. 2008 yılının son çeyreğinde uzun vadeli UCITS fonlarında görülen net çıkışlar 2009 yılının ilk çeyreğinde yavaşlayarak 31 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. Finansal krize önlem olarak Merkez Bankalarının ve hükümetlerin aldığı girişimler sonucunda piyasalarda ve yatırım fonlarında panik satışların önüne geçilmiştir. Lehman Brothers'ın iflasının ardından yaşanan şok dalgalarından sonra para piyasalarında iyileşmeler başlamış, para piyasası fonları güvenilir liman olarak tercih edilmiştir.

	Net Satışlar (milyar Euro)	
	Q1	Toplam
UCITS fonları	Q1	Toplam
Hisse Senedi	-4	-4
Dengeli	-10	-10
Bono	-4	-4
Para Piyasası	52	52
Diğer	-12	-12
Toplam	-22	-22

2009 yılının ilk çeyreği sonunda yaşanan sınırlı miktardaki net çıkışlar Hisse Senedi, Bono ve Dengeli fonlarda sırasıyla 4, 4 ve 10 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan diğer kategorilerde net çıkışlar yaşanmasına rağmen para piyasası fonlarında ilk çeyrek sonunda toplam 52 milyar Euro net giriş yaşanmıştır. Diğer fonlarda ise aynı dönemde net çıkışlar 12 milyar Euro seviyesinde olmuştur. Toplam UCITS fonlarının yaklaşık %30'unun kurulu olduğu Lüksemburg'ta, 2009 yılının ilk çeyreği sonunda toplam 5 milyar Euro net çıkış yaşanırken, diğer net para çıkışları İtalya ve İspanya'da sırasıyla 6 ve 5 milyar Euro seviyesinde gerçekleşmiş, Fransa ve İngiltere'de sırasıyla 32 ve

6 milyar Euro net para girişi yaşanmıştır.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

2009 yılının ilk çeyreği sonunda hisse senedi fonları %5.9 ile fon sepetlerinin ardından en çok değer kaybeden kategori olmuştur. Bu dönemde söz konusu fonların net aktif değeri 68 milyar Euro azalmıştır. Hisse senedi fonlarını, dengeli ve bono fonları takip etmiş, net varlık değerleri sırasıyla %3.6 ve %1.3 oranında gerilemiştir. Öte yandan para piyasaları fonlarının varlıkları, aynı dönemde %6.3 artmıştır.

Fon kategorilerinin 2005 yılından itibaren gelişimine bakıldığında, 2007 yılı sonuna kadar istikrarlı şekilde yükselen hisse senedi fonları, 2008 yılında piyasaların aşağı yönlü trendinden son derece olumsuz etkilenmiştir. 2009 yılının ilk çeyreğinde ise düşüş trendi yavaşlamıştır. Benzer nitelikte azalmalar daha az oranlarda Bono ve Dengeli fonlarda yaşanmıştır. Para piyasası fonları ise aksine büyüme trendine devam etmiş, ilk çeyrek sonun-

UCITS Kategorilere Göre Varlıklarının Dağılımı⁽¹⁾

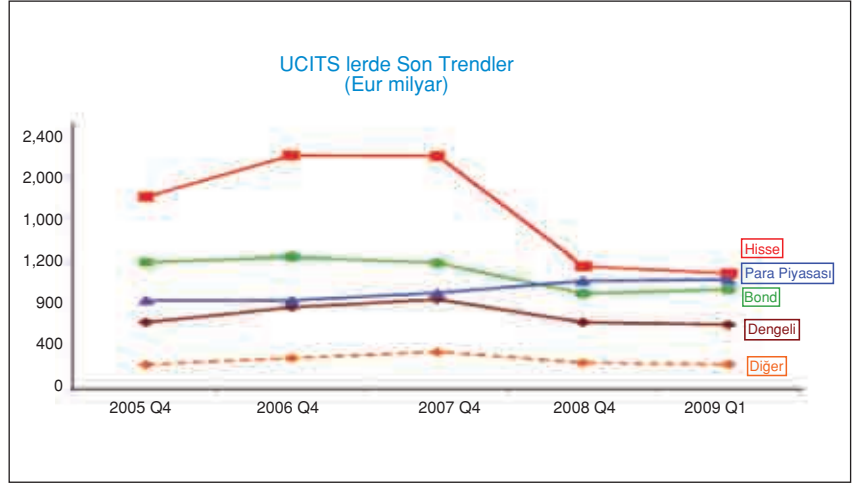
UCITS türleri	31/03/2009		31/12/2008		31/12/2008 göre değişim	
	EUR (milyar)	Pay	% değişim	EUR (milyar)	% değişim ⁽²⁾	EUR (milyar) ⁽²⁾
Hisse	1,097	28%	29%	1,165	-5.9%	-68
Dengeli	614	16%	16%	637	-3.9%	-23
Toplam Hisse ve Dengeli	1,711	44%	45%	1,802	-5.1%	-91
Tahvil	896	23%	23%	907	-1.3%	-12
Para Piyasası	1,089	28%	26%	1,024	6.3%	65
Fonların Fonu ⁽³⁾	46	1%	2%	64	-29.1%	-19
Diğer	189	5%	5%	186	1.6%	3
Tüm fonlar (İrlanda ve Hollanda dahil)	3,930	100%	100%	3,984	-1.3%	-54
	4,494	-	-	4,667	-1.4%	-63

(1) İrlanda ve Hollanda verisi hariç; (2) Mart 2009 - Aralık 2008; (3) Fransa, Almanya, Lüksemburg ve İtalyadaki fonların fonu hariç.

da hisse senedi fonlarının büyüklüğünü yakalamıştır.

Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

2009 yılının ilk çeyreği sonunda UCITS fonlarının varlıkları %1.4 oranında azalırken, 4.494 milyar Euro ya gerilemiştir. Bu çeyrekte de hisse senedi piyasalarındaki yüksek kayıplar, net aktif değerlerindeki azalmanın ana kaynağı olmuştur. Fransa, Norveç, İngiltere ve Türkiye fon endüstrilerinde büyüme görülmüştür. Diğer taraftan non-UCITS fonlar aynı dönemde %1.6 küçülerek, 1,528 milyar Euro seviyesine gerilemiştir.



Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

Üye Ülkeler	31/12/2008		31/09/2008		31/12/2008'e göre değişim	
	EUR milyon	Pay	EUR milyon	% değişim	EUR milyon	% değişim ¹
Avusturya	122,970	2.0%	127,729	2.1%	-4,760	-3.7%
Belçika	146	0.0%	164	0.0%	-18	-10.7%
Bugaristan	89,388	1.5%	91,884	1.5%	-2,496	-2.7%
Çek Cumhuriyeti	3,849	0.1%	4,490	0.1%	-641	-14.3%
Danimarka	93,728	1.6%	97,788	1.6%	-4,061	-4.2%
Finlandiya	40,417	0.7%	41,338	0.7%	-920	-2.2%
Fransa	1,301,438	21.6%	1,294,865	21.2%	6,573	0.5%
Almanya	902,618	15.0%	911,330	14.9%	-8,812	-1.0%
Yunanistan	9,172	0.2%	10,359	0.2%	-1,187	-11.5%
Macaristan	8,084	0.1%	9,490	0.2%	-1,406	-14.8%
İrlanda	632,384	10.5%	647,054	10.6%	14,670	-2.3%
İtalya	238,317	4.0%	252,536	4.1%	-14,219	-5.6%
Liechtenstein	19,183	0.3%	17,967	0.3%	1,216	6.8%
Lüksemburg	1,526,563	25.4%	1,559,653	25.5%	-33,090	-2.1%
Hollanda	64,400	1.1%	67,504	1.1%	-3,104	-4.6%
Norveç	31,930	0.5%	29,573	0.5%	2,356	8.0%
Polonya	14,562	0.2%	17,446	0.3%	-2,884	-16.5%
Portekiz	24,111	0.4%	25,054	0.4%	-943	-3.8%
Romanya	1,427	0.0%	1,701	0.0%	-274	-16.1%
Slovakya	3,038	0.1%	3,278	0.1%	-240	-7.3%
Slovenya	1,759	0.0%	1,881	0.0%	-123	-6.5%
İspanya	194,945	3.2%	203,498	3.3%	-8,554	-4.2%
İsveç	83,062	1.4%	86,624	1.4%	-3,562	-4.1%
İsviçre	130,569	2.2%	134,805	2.2%	-4,236	-3.1%
Türkiye	15,061	0.3%	13,647	0.2%	1,534	11.3%
İngiltere	468,778	7.8%	458,116	7.5%	10,662	2.3%
Tüm fonlar	6,021,817	100.0%	6,109,675	100.0%	-87,858	-1.4%
UCITS varlıkları	4,494,275	74.6%	4,557,121	74.6%	-62,846	-1.4%

(1) Aralık 2008 Mart 2009 karşılaştırması.

Gerçek kişiler açısından menkul kıymet gelirlerinin vergi yükleri ve vergilendirilme esaslarının değişim olasılıkları

Yeniden düzenlenecek Gelir Vergisi Kanunu ve Avrupa Birliği tam üyelik çerçevesi sürecinde AB ülkelerindeki ortak mevzuata Türk mevzuatının uyumunu sağlamak amacıyla yapılacak “Vergilendirme” başlıklı müzakere çalışmalarında Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilendirilmesine yönelik yeni adımların atılması beklenmelidir.

Menkul Kıymet Gelirlerinin vergilendirilmesine yönelik olarak 01.01.2006 tarihinde yürürlüğe giren ve 31.12.2015 tarihine kadar uygulanması öngörülen, Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67 inci maddesi, geçen üç buçuk yıllık süre zarfında stopaj oranlarında yapılan değişikliklerle amaçlarından önemli sapmalar göstermiştir.

Söz konusu düzenleme getirilirken iki ana amaç özetlenmiştir:

- a-** Menkul Kıymetlerin eşit oranda vergilendirilmesi,
- b-** Verginin kolay anlaşılabilir ve uygulamasının basit olması..

Ancak gelişme açısından bu iki amaçtan ciddi sapmalar oluşmuş ve verginin geliştirilmesi gereken menkul kıymet ürünlerinin önünde engelleyici fonksiyonu ön plana çıkmış bulunmaktadır.

Tam ve Dar Mükellef Gerçek kişilerin

2009 yılında menkul kıymetlerden elde edecekleri gelire uygulanacak vergiler aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir. Tablolarda yer alan oranlara bakıldığında uygulamanın sorunları daha net bir şekilde görülmektedir.

Hisse senetlerinden alım satım kazançlarına stopaj oranı sıfır olarak uygulanırken, altın ve menkul kıymet yatırım ortaklıklarının alım satım kazançlarından % 10 oranında stopaj hesaplanmaktadır.

Yine hisse senetlerinin alım satım kazançlarından sıfır oranında stopaj hesaplanırken, hisse ağırlıklı yatırım fonlarına % 10 oranında stopaj uygulanmaktadır.

Geliştirilmesi gereken bir piyasa olan özel sektör tahvilleri ise hazine bonoları ile aynı oranda vergilendirilerek teşvik edilmemektedir.

Gelir Vergisi Kanununun yeniden yapılanmasına ilişkin 2008 yılında başlanılan sürecin bu sene sonuçlanması beklenmektedir. Yeniden düzenlenecek Gelir Vergisi Kanunu ve Avrupa Birliği tam üyelik çerçevesi süre-



Hüseyin Ergin
Sigma Yeminli Mali Müşavirlik

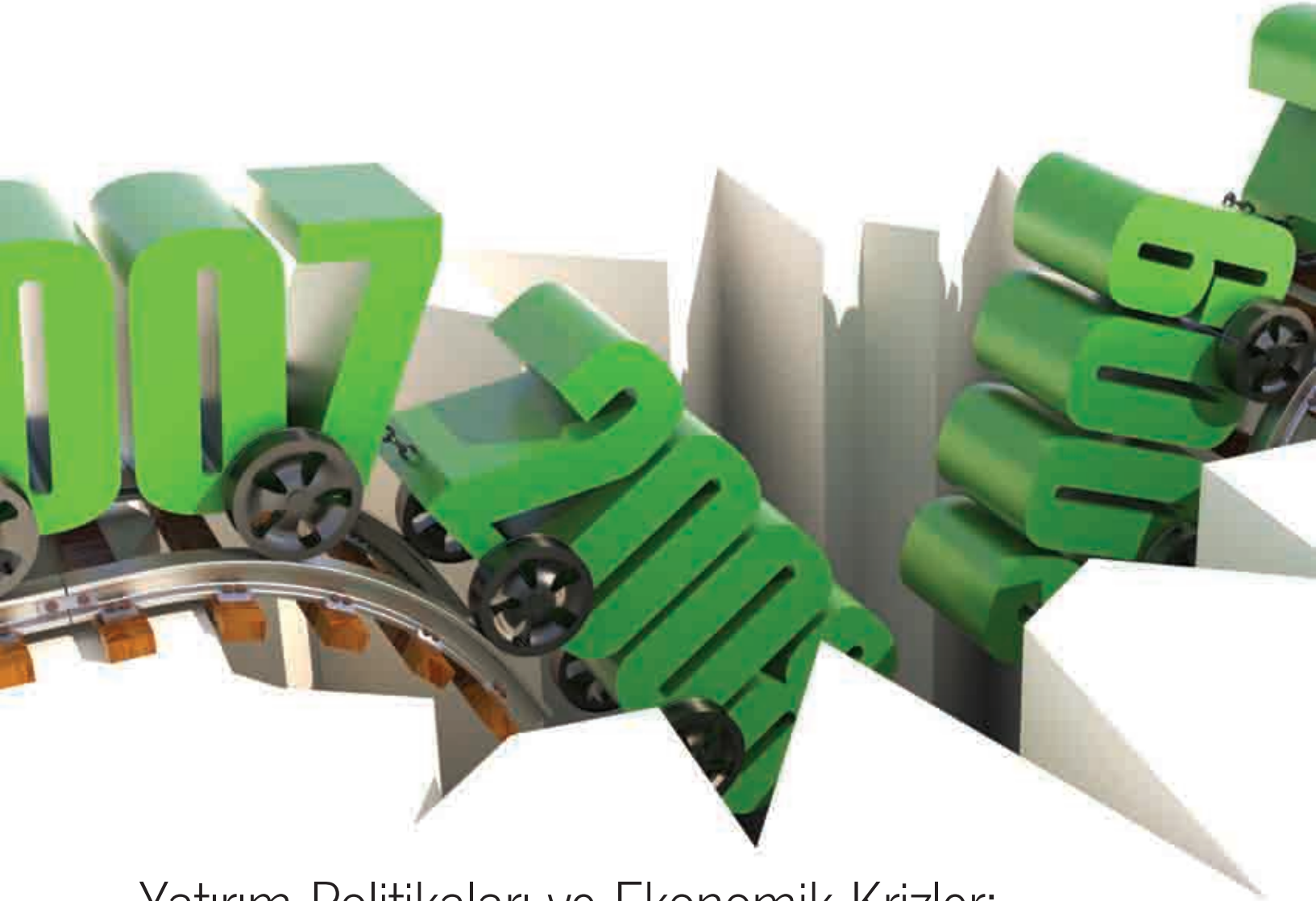
cinde AB ülkelerindeki ortak mevzuata Türk mevzuatının uyumunu sağlamak amacıyla yapılacak “Vergilendirme” başlıklı müzakere çalışmalarında Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilendirilmesine yönelik yeni adımların atılması beklenmelidir.

**2009 YILINDA TÜRK MENKUL KIYMETLERİNDEN ELDE EDİLEN KAZANÇLARIN
TAM MÜKELLEFLER GERÇEK KİŞİLER AÇISINDAN VERGİLENDİRİLMESİ - TABLO NO: 1**

Gelir Türü	Hazine Bonosu, Devlet Tahvil (Döviz ve bir başka değere endeksli olanlar dahil)	Döviz cinsinden ihraç olunan Devlet Tahvil ve Hazine Bonosu	Eurobond	Özel Sektör Tahvil (Finansman Bonosu, Banka Bonosu dahil)	Repo, Mevduat Faizi (Döviz ve TL)	Menkul Kıymet ve Borsa Yatırım Fonları ile Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Hisse Senedi	Altın Yatırım Fonları ve Altın Yatırım Ortaklığı Hisse Senedi	Hisse Senedi	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Hisse Senedi	Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri (Diğer Sermaye Piyasası Araçları)
Faiz / Kar Payı (Vade sonunda)	Faiz % 10 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Faiz % 10 stopaja tabi olup beyan edilmez. Anapara kur farkı stopaj matrahına dahil edilmez.	Faiz stopaja tabi olmayıp beyan edilir.	Faiz % 10 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Faiz % 15 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Fon katılma belgesi kar payı % 10 stopaja tabi olup beyan edilmez. Menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senedi kar payı % 0 stopaja tabi olup beyan edilir.	Fon katılma belgesi kar payı % 10 stopaja tabi olup beyan edilmez. Altın yatırım ortaklığı hisse senedi kar payı % 0 stopaja tabi olup beyan edilir. Alım satım kazancı % 10 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Kar payı % 15 stopaja tabi olup beyan edilir.	Kar payı % 0 stopaja tabi olup beyan edilir.	
Alım Satımdan Elde Edilen Değer Artış Kazancı (Vadeden önce işlemi)	Alım satım kazancı % 10 stopaja tabi olup, beyan edilmez.	Alım satım kazancı % 10 stopaja tabi olup beyan edilmez. Anapara kur farkı stopaj matrahına dahil edilmez.	Alım satım kazancı stopaja tabi olmayıp beyan edilir.	Alım satım kazancı % 10 stopaja tabi olup beyan edilmez.		Alım satım kazancı % 10 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Alım satım kazancı % 10 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Alım satım kazancı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Alım satım kazancı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Gelir % 10 stopaja tabi olup (hisse senetlerine veya hisse senedi endekslerine dayalı sözleşmelerden elde edilen gelirlerde % 0) beyan edilmez.

**2009 YILINDA TÜRK MENKUL KIYMETLERİNDEN ELDE EDİLEN KAZANÇLARIN
DAR MÜKELLEFLER GERÇEK KİŞİLER AÇISINDAN VERGİLENDİRİLMESİ - TABLO NO: 2**

Gelir Türü	Hazine Bonosu, Devlet Tahvil (Döviz ve bir başka değere endeksli olanlar dahil)	Döviz cinsinden ihraç olunan Devlet Tahvil ve Hazine Bonosu	Eurobond	Özel Sektör Tahvil (Finansman Bonosu, Banka Bonosu dahil)	Repo, Mevduat Faizi (Döviz ve TL)	Menkul Kıymet ve Borsa Yatırım Fonları ile Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Hisse Senedi	Altın Yatırım Fonları ve Altın Yatırım Ortaklığı Hisse Senedi	Hisse Senedi (ADR, GDR, DR dahil)	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Hisse Senedi (ADR, GDR, DR dahil)	Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri (Diğer Sermaye Piyasası Araçları)
Faiz / Kar Payı (Vade sonunda)	Faiz % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Faiz % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez. Anapara kur farkı stopaj matrahına dahil edilmez.	Faiz stopaja tabi olmayıp (anapara kur farkı dahil) beyan edilmez.	Faiz % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Faiz % 15 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Fon katılma belgesi kar payı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez. Menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senedi kar payı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Fon katılma belgesi kar payı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez. Altın yatırım ortaklığı hisse senedi kar payı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Kar payı % 15 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Kar payı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	
Alım Satımdan Elde Edilen Değer Artış Kazancı (Vadeden önce işlemi)	Alım satım kazancı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Alım satım kazancı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez. Anapara kur farkı stopaj matrahına dahil edilmez.	Alım satım kazancı stopaja tabi olmayıp beyan edilmez.	Alım satım kazancı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Döviz mevduatındaki anapara kur farkı stopaj matrahına dahil edilmez.	Alım satım kazancı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Alım satım kazancı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Alım satım kazancı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Alım satım kazancı % 0 stopaja tabi olup beyan edilmez.	Gelir % 0 (hisse senetlerine veya hisse senedi endekslerine dayalı sözleşmelerden elde edilenler dahil) stopaja tabi olup beyan edilmez.



Yatırım Politikaları ve Ekonomik Krizler: Geçmişten Dersler

SOECD'nin 26 Mart'ta düzenlendiği 10uncu 'Freedom of Investment yuvarlak masa toplantısındaki tartışmaları desteğinde OECD Yatırım Bölümü'nden Kıdemli Ekonomist Stephen Thomsen tarafından hazırlanan 'Investment Policies and Economic Crises: Lessons from the Past' başlıklı rapor, daha sonra da

toplantıya katılan ülkelerin yorumlarını yansıtabilecek şekilde revize edildi. Son dönemlerin en derin krizinde hükümetlerin, finansal istikrarı sağlamanın yanı sıra, işsizliği de önlemeye yönelik olarak hükümetler acil tedbirler uygulamaya koyarken kısa vadeli tedbirlerin uzun vadede ve uluslararası yansımalarına, diğer hükümetlerce yürürlüğe konabilecek korumacı

misilleme risklerine karşı da dikkatli olmaları gereğinin altı çiziliyor. Bu yıl sadece OECD ülkelerinin değil diğer ülkelerin de GSYİH'larında gerileme beklendiklerine dikkat çekilen çalışmada, finansal krizin reel ekonomiyeye yansımalarının bir çok ülkede artmakta olan işsiz sayılarıyla ortaya çıktığına işaret edilerek, G7 ülkelerinde işsiz sayısının 2007 ortalarındaki sevi-



yesini ikiye katlayarak 2010 yılı sonunda 36 milyona ulaşmasının beklendiği belirtiliyor.

Piyasaları ticaret ve yatırım için açık tutmak, sadece krizi kontrol edip, çözmeye yardımcı değil ama aynı zamanda uzun vadeli sürdürülebilir büyüme için de geniş ölçüde önemli olarak niteleniyor.

Çalışma önceki kriz deneyimlerini, alınan tedbirleri, uluslararası yatırımların bu dönemlerde şekillenişini inceleyip, günümüz için de örnekleme ortaya çıkarıyor. 'Bankacılık sektöründe krizler ve bankacılık sektörüne yabancı yatırım' başlığı altında Türkiye'deki 2001 krizinin de örneklendiği çalışmada, geçmişte yaşanan uluslararası ya da sektörel krizlerde hem çeşitli yatırım politikalarının doğası hem de bunların uluslararası yatırım ve uzun vadeli sürdürülebilir büyüme için etkilerinin anlaşılması amaçlanmıştır. Daha sonra da bu politikalar günümüzdeki krizi yumuşatmak üzere ortaya konulan yeni tedbirlerle karşılaştırılıyor.

Çalışmanın ana bulguları şöyle:

- Geçmiş krizlerde yabancı yatırım tamamen yasak konulmasına ilişkin çok az delil var. Tersine, kriz durumlarında hükümetler kaynağına bakılmaksızın sermayeye bir prim verme eğiliminde olmuşlar. Sonuç olarak, geçmiş krizler, ulusal ekonomilerde yabancı yatırımcılar için zaman

“ Çalışma önceki kriz deneyimlerini, alınan tedbirleri, uluslararası yatırımların bu dönemlerde şekillenişini inceleyip, günümüz için de örnekleme ortaya çıkarıyor. 'Bankacılık sektöründe krizler ve bankacılık sektörüne yabancı yatırım' başlığı altında Türkiye'deki 2001 krizinin de örneklendiği çalışmada, geçmişte yaşanan uluslararası ya da sektörel krizlerde hem çeşitli yatırım politikalarının doğası hem de bunların uluslararası yatırım ve uzun vadeli sürdürülebilir büyüme için etkilerini anlamak amaçlanmıştır. ”

zaman fırsatlar yaratmış. Günümüzde de aynı durum geçerli görünüyor. Hükümetler dışarıdan gelen yatırımı kısıtlamak yerine teşvik etme eğilimi gösteriyorlar.

- Ancak resmi bir hoş karşılayış her zaman kamuoyunun kabulü anlamına gelmiyor. Yabancı yatırımcıların yerel piyasalarda bazen düşük varlık fiyatlarının avantajını kullandıkları görülüyor.

- Önceki krizlerde yabancı yatırımcıların politikalarından ters şekilde etkilendikleri durumlar nadirse de, bir çok acil tedbir yabancıların sahip olduğu firmalara karşı bir ayrımcılık olasılığını gündeme getirmiş. Olası ay-

rımcılık etkisi olan acil tedbirler; kurtarma paketleri, mali yardımlar ve daha geniş hükümet harcaması, yanı sıra vergi, ticaret ve rekabet politikaları olarak yer alıyor.

- Krizler, hükümetleri çoğunlukla yerel sermayeyi içeride tutma çabasına yöneltmiş. Ancak genellikle sermaye çıkışlarını kısıtlamaya götürece kadar ileri gitmemiş. Mevcut krizde acil tedbirlere bağlı belli şartlar, eğer istihdamı tehdit ederse, yerel firmaların yurtdışına yatırım yeterliliğine etki edebilir. Ulusal hükümetlerin anahtar sektörlerde artan mali ve sahiplik rolü, yerel firmaların gelecekte yurtdışına yatırım yapma serbestisini zorlayacak şekilde kamuoyu baskısını artırabilir.

- Bir kriz sırasında yürürlüğe konulan politika tedbirlerinin uzun vadeli etkileri bazen krizin kısa vadeli yararlı etkilerinden daha önemli olmuş. Günümüzde artan küresel ekonomik entegrasyon, ufak görünen sınırlamaların bile geniş ekonomik etkilerinin olabileceğini gösteriyor. Bu tür sınırlamalar sadece ortak ülke ekonomilerine ve krizden çıkış için ortak çabalara değil, tedbiri uygulayan ülkenin ekonomisine de zarar verebilir.

- Ne geçmişte ne de günümüzde yerel ekonomiye uluslararası yatırımı sınırlayacak bir çok tedbir yürürlüğe konuldu. Ancak yine de geçmişte bir çok tedbir sahibinin uyruğuna bakılarak şirketler arasında ayrımcılık yoluyla iş ortamını etkilemiş. Bugün alınan tedbirlerin de aynı ayrımcı etkiyi yaratma riski var. Geçmişte uygulanan hatalardan alınan derslerin ve günümüzde uluslararası politika koordinasyon düzeyinin yardımıyla, hükümetler 1930'ların politikalarını tekrarlamama şansına sahipler.

Raporun tamamına
<http://www.oecd.org/dataoecd/27/23/42602587.pdf> adresinden ulaşabilirsiniz.

ABD Para Piyasası Fonlarına yeni düzenlemeler geliyor

ABD Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) Haziran ayında yaptığı açıklama ile yaklaşık 3,5 trilyon dolar büyüklüğündeki ABD para piyasası fonları (likit fonlar) sektörüne bir dizi yeni düzenleme getireceğini açıkladı. Komisyondan geçen taslakta yer alan düzenlemeler ile para piyasası fonlarının likiditesinin artırılacağı, vade yapısının kısaltılacağı ve yatırım kalitesinin yükseltilmesinin hedeflendiği ileri sürülüyor.

Geçen yıl, piyasalardaki kargaşa içinde Reserve Primary Fund adlı para piyasası fonu, portföyündeki kayıplar nedeni ile bir doların altına gerileyince panik yaşanmış ve "para piyasası sektörüne" yönelik yatırımcı güveninde sarsıntı yaratmıştı. Söz konusu düzenlemelerin, daha önce ABD Fon Endüstrisi temsilcisi olan ICI (Investment Company Institute)'in hazırladığı rapor ve Obama Yönetiminin ortaya koyduğu öneriler doğrultusunda gerçekleştirildiği belirtiliyor.

SEC Başkanı Mary Schapiro konuyla ilgili yaptığı değerlendirmede, yeni düzenleme ile yatırımcıları koruma ve para piyasası fonlarını kısa vadeli dalgalanmalara karşı daha dayanıklı kılmaya yönünde önemli bir adım atıldığını ileri sürdü.

SEC'in getirdiği yeni düzenlemelere göre para piyasası fonlarının likiditesini arttırmak amacıyla, varlıklarının en az % 5'ini nakit veya bir günde nakde çevrilebilecek ABD varlıklarında tuta-



Halim Çun

Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. / Genel Müdür

bilecekleri, % 15'ini en fazla bir hafta vadeli yatırım araçlarına yatırabilecekleri öngörülüyor. Kurumsal para piyasası fonları için bu oranlar % 10 ve % 30 olarak iki kat yukarı çekiliyor. Getirilen öneriler içinde, mevcut durumda 90 gün olan para piyasası fonlarının azami ağırlıklı vade limitinin 60 güne çekilmesi, yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin varlıklarına yatırılması yasaklanacak. Mevcut düzenlemede fon portföyünün % 5'i bu tür varlıklara yatırılabilir.

SEC, ayrıca kamuyu bilgilendirme standartlarını daha şeffaflaştırmak üzere para piyasası fonlarının portföy kompozisyonlarını web sitelerinde her ay açıklamalarını zorunlu kılacak. Mevcut durumda SEC'e üç ayda bir fon durumuna ilişkin raporlama yapı-

yor. Zaten, Reserve Primary Fund'in çökmesinin ardından çok sayıda para piyasası fonu yatırımcılarına güven verebilmek için bu uygulamaya başlamıştı.

Komisyon'un getirdiği öneriler arasında fon fiyatlarının bir doların altına düşmesine ve dalgalanmasına izin verilmesi de bulunuyordu ancak ICI'nin hazırladığı raporda bu konuya şiddetli muhalefet getirildiği için nihai raporda benimsenmedi. ICI Başkanı Paul Schott Stevens, böyle bir düzenleme yapılması durumunda kamu ve yerel yönetim idarelerinin yasal olarak bu fonları kullanamayacakları ve sektörün tamamen farklı bir yere gidebileceği yönünde uyarıda bulunmuştu. SEC Komisyonu önerilerinin kamuoyu tarafından tartışılmak üzere 60 günlük bir süre verildiği ve yaklaşık 15 Eylül'de bu sürenin bitmesi ardından yılsonuna kadar yeni düzenlemenin nihai haline karar verileceği tahmin ediliyor.



Mary Schapiro
SEC Başkanı



Paul Schott Stevens
ICI Başkanı

FINRA, “yenilikçi” fon ürünleri konusunda uyardı

ABD Finans Sektörü Düzenleme Kurulu (FINRA), yenilikçi fon ürünleri özellikle de kaldıraç kullanan ve piyasanın ters yönüne pozisyon alan “borsa yatırım fonları”nın (BYF) perakende müşterilere satışı konusunda sektöre uyarıda bulundu. Diğer yönden kaldıraçlı ve kısa pozisyonlu BYF ürünleri konusunda dünyanın en büyük fon şirketi olan ProShares’in CEO’su Michael Sapir ise söz konusu uyarının yapılaş tarzını garişediklerini ifade etti.

Haziran ayı ortasında yetkililerin yayınladığı uyarıda, kısa pozisyon ve kaldıraç üzerine kurulu BYF’lerin, bu ürünleri “bir seanstan uzun vade” hedefiyle alan bireysel yatırımcılar için, özellikle de içinde bulunduğumuz oynak piyasaya koşullarında uygun olmadığı ileri sürüldü.

Söz konusu uyarı öncesinde basında da bu yenilikçi ürünlerin karmaşık ya-

pısı ve getirileri konusunda muhtelif yorumlar ve eleştiriler yer almıştı. Bilindiği gibi belli bir endekse kısa pozisyon alan BYF’ler endeksin tersi yönde getiri sağlarken, kaldıraç kullanan BYF’ler de temel aldıkları endeks getirisinin üç katına kadar getiri sağlayabiliyorlar. Ancak söz konusu fonlar bir günden uzun vadelerde elde tutulduklarında, kullanılan kaldıraçlara bağlı olarak temel aldıkları endeksten ciddi oranlarda farklı getiriler ortaya çıkabiliyor.

Diğer yandan, FINRA’nın açıklamasından sıkıntı duyduğunu ifade eden Mr. Sapir’in tersine, BYF konusunda iddialı bir başka kuruluş olan Direxion’un pazarlama direktörü daha ılımlı bir yaklaşım sergiledi. Direxion’dan Andy O’Rourke, “FINRA’nın açıklamalarındaki hususların çoğuna katılmakla birlikte uyarıdaki tonlamayı biraz aşırı bul-

duklarını” ifade etti. Örneğin bir işlem gününden fazla elde tutulmaması gerektiği yönündeki değerlendirmenin biraz abartılı bir basitleştirme olduğunu, bu durumda yatırımcıların biraz daha aktif bir tutum almaları gerektiğini ileri sürdü. O’Rourke, BYF’nin genel olarak borsalarda işlem gördüğü için yatırımcıların kim olduklarını bilmelerinin mümkün olmadığını ifade ederken, bilgileri dahilinde kendi yatırımcılarının çoğunlukla kurumsal yatırımcılar olduğunu ileri sürdü. Diğer yandan, bu türde BYF’lere yatırım yapan bireysel yatırımcıların ise çoğunlukla günlük al-sat yapan “profesyoneller” olduğunu iddia etti. Uzmanlar, söz konusu yenilikçi ürünler konusunda Avrupa’da bu yönde bir uyarı gelmediyse de farklı tutumlar olduğunun altını çiziyorlar. Avrupa’da UCITs III kapsamında halka arz edilen bu fonların pazarlama materyallerinde “kaldıraç veya kısa pozisyon alınan BYF’ler kaldıraçları, bileşik getirileri bilen ve potansiyel zararların katlanması göze alabilen tecrübeli ve bilgili yatırımcılar içindir” şeklinde uyarıları zorunlu kılıyor.

Lipper Avrupa’da fon sayısının aşırı artışından endişeli

Avrupa yatırım fonları piyasası veri ve araştırma şirketi Lipper FMI’nin bir raporuna göre, Avrupa fon endüstrisi’nin sürekli olarak yeni ürünler için zorlamasıyla yatırımcı ilgisi ‘tehlikeye atılıyor’.

Yeni fonların 2008 yılında 120 milyar eurodan daha fazla net giriş almaya devam ettiğini belirten Lipper’a göre, oysa daha önceden varolan ‘backlist’ fonlar ise 520 milyar euro kan kaybettiler. Ancak fonların kaçınılmaz bir şekilde bu dengesizliğin sonucu olarak çoğalması yatırımcılar için zarar verici hale geliyor. Avrupa’da 35,000 olan fon sayısı şişmeye devam etmekte; geçtiğimiz altı yılda kapananın iki katı fazla fon kuruldu. Bu

durumun tersine, benzer varlık bazı büyüklüğüne sahip ABD’de sadece 8,000 fon bulunuyor ve bu yeni kurulanların iki katı düzeyindeki kapananlar ve birleşmelerle düşmekte olan bir sayı.

Lipper’in tahminine göre Avrupa’da her 1,000 yatırımcı başına bir fon düşüyor. Ortalama fon büyüklüğü ise sadece 25 milyon euro. Lipper uzmanlarına göre, çok fazla yeni fon kurulmasının getirdiği iki ana eleştiriden ilki, fon satışının yatırımcıya en uygun olandan çok moda olanı esas alma olasılığını artırması, ikincisi ise fon çoğalmasının, ortalama fon büyüklüğünün küçülmesiyle yatırımcılar için yıllık ücret ve maliyetleri yükseltmesi.



Black Rock, Barclays'ı 13.5 milyar dolara satın alarak dünyanın en büyük fon yöneticisi olacak

Dünyanın önde gelen fon yönetim şirketlerinden Black Rock, Haziran başlarında yaptığı açıklamada Barclays Global Investors'u satın alacağını bildirdi. Açıklamada, BGI karşılığında Barclays'e 6.6 milyar dolar nakit ve 37.8 milyon adet şirket hissesi verileceği belirtildi. Söz konusu satın alma ile Black Rock dünyanın en büyük varlık yönetimi şirketi haline geliyor. Uzmanlar, anlaşmanın kısa vadede Barclays'in karlılık durumunu etkileyecek olmasına karşın, Grubun nakit sıkıntısı konusundaki endişeleri gidereceğini belirtiyorlar. Black Rock açısından ise bu satın alma ile belli bir gider tasarrufu sağlanacağı ileri sürülüyor. Söz konusu satın almanın söylentileri ile her iki şirketin de hisseleri önemli ölçüde değer kazanmıştı. Barclays'in hisseleri açıklama öncesinde % 17 değer kazanırken, Black Rock grubunun performansı da yılbaşından açıklama tarihine kadar % 36 prim yap-

rak başarılı bir tablo çizmişti. 1988 yılında kurulan New York merkezli Black Rock, 2006 yılında da Merrill Lynch Investment Managers'ı 9.6 milyar dolara satın alarak önemli bir büyüme hamlesi yapmıştı. Kriz sırasında Merrill Lynch'i satın alan Bank of America'nın da elinde önemli miktarda Black Rock hissesi bulunuyor. Birleşme sonrasında Black Rock, 2.8 trilyon dolara ulaşan yönettiği varlıklarla dünyanın açık ara en büyük varlık yönetim şirketi ünvanını taşıyacak. Barclays'in varlık yönetimi şirketini satma yönünde daha önce de girişimleri olmuştu. Hatta son haftalarda Bank Of New York Mellon da şirkete ilgilendiğini açıklamıştı. Barclays Nisan ayında, iShares bölümünü CVC Capital'a 4.4 milyar dolara satmak üzere opsiyonlu bir anlaşma yapmıştı. Buna göre 18 Haziran'a kadar daha iyi bir satış anlaşması yapma hakkını elinde tutuyordu. Daha sonra yapılan Black

Rock uzlaşması ile CVC Partners'in yeni bir teklifte bulunma hakkı bulunmakla birlikte piyasa çevreleri bunu kullanmayacağını ileri sürüyorlar. Barclays'in iShares grubuna ait borsa yatırım fonları yaklaşık 350 farklı fonda 300 milyar dolarlık yönetilen varlığa sahip bulunuyor. iShares grubu, son üç yılda en hızlı gelişen fon şirketleri içinde yer alıyor. Barclays'in geçen yıl hükümet yardımı almayı reddetmesinin ardından BCG'yi satmaya karar vermiş olabileceğinden söz ediliyor. Söz konusu satış sonrasında Barclays'in sermaye yeterlilik rasyosunda önemli oranda düzelme olacak.



Deloitte küresel anketi mali sektör risk yönetiminde eksikleri ortaya koydu

Büyük Buhran'dan bu yana en kötü mali krizde geçirilen bir kaç aya bakılınca, küresel mali kuruluşların risk yönetimi uygulamalarında ciddi gedikler görülüyor. Haziran ayı başlarında uluslararası denetim ve danışmanlık şirketi Deloitte tarafından yapılan bir anket, mali modellerde bağımsız kontrollerin ve riskli yapılandırılmış ürünler için düzenli stres testlerinin yapılmasındaki eksiklikler olduğunu ortaya koydu. Ankete katılan mali kuruluşların yarısın-

dan azı, risk yönetimi sorumluluklarını üst düzey yönetim performans hedefleri ve ücretlendirme kararlarının tamamlayıcı bir parçası yapmıştı. Ankete çeşitli ülkelerden, çoğunluğu ticari ve özel banka olmak üzere mali hizmet firmalarından oluşan 100'den fazla mali kuruluş katıldı. Kuruluşların yarısına yakını mali modellerinde bağımsız kontroller yapmadıklarını söylerken, bunların üçte ikisinin bunu derhal gerçekleştirme

konusunda bir planı da bulunmuyordu. Kontrolleri daha çok büyük firmaların gerçekleştirdiği görüldü. Mali kuruluşların yüzde 40'tan fazlası finansal krizin çıkış noktasını oluşturan collateralized debt obligations gibi yapılandırılmış ürünleri için stres testi yapmıyordu. Stres testi yapan kuruluşların üçte ikisi bu testleri onbeş günde bir veya daha az sıklıkta yaparken, sadece yüzde 17'si günlük olarak uyguluyordu.

Risk yönetiminin iflası

Douglas W. Hubbard'ın bu kitabı risk yönetiminde yanlış kullanılan ve uygulanan temel analiz yöntemlerini analiz ediyor ve çok popüler risk yönetimi yöntemlerinden bazılarının astrolojiden farkının olmadığını gösteriyor.

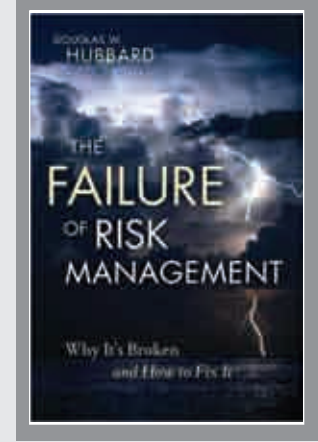
Risk Yönetiminin Başarısızlığı: Neden Bozuldu ve Nasıl Onarmalı (The Failure of Risk Management: Why It's Broken and How to Fix It) başlıklı kitapta yazar sadece uzmanlara değil, iş hayatında kritik kararlar alan yöneticilere de sesleniyor. Risk yönetimi konusunda 2008 kredi krizinden, doğal afetlerden, mühendislik felaketlerinden örnekler vererek uygulamaları sorguluyor ve tüm bu sorunların nasıl çözülebileceğini de gösteriyor.

Uygulamalı enformasyon ekonomisinin kurucularından olan Douglas W. Hubbard, aynı zamanda "Her Şeyi Nasıl Ölçebiliriz" başlıklı çok satan bir iş dünyası matematiği kitabının

da yazarı. 1994'ten bu yana kamu kesiminde ve şirketlerde yenilikçi risk yönetimi yöntemleri uyguluyor.

Terörizm, 2008 krizi, Katrina fırtınası, bilgisayar korsanları, uçak kazaları gibi gerçek dünyadan örneklerle çok önemli sorunların nasıl çözülebileceğini anlatma çabasındaki kitapta, hataların nasıl düzeltilebileceğine ilişkin yollar da araştırılıyor. Alliance Group Consulting'in başkanı Peter Julian, Hubbard'ın risk yönetimi alanında saygın bir uzman olduğunu belirterek, bu değerli rehberde risk yönetiminin geniş yelpazesini tamamıyla ele aldığını belirtiyor.

Hubbard, risk yönetimindeki başarısızlıkların nedenini çok geç olana veya felaket başlana dek erken uyarı göstergesinin olmamasına ve risk ölçümü konusundaki hatalara ve bilinen yöntemlerin yanlış uygulanmasına bağlıyor. Hubbard, kitapta ayrıca, üst düzey bir risk analizi yaklaşımının nasıl kullanılacağına



The Failure of Risk Management: Why It's Broken and How to Fix It

Douglas W. Hubbard

John Wiley & Sons, Nisan 2009, 304 Sayfa

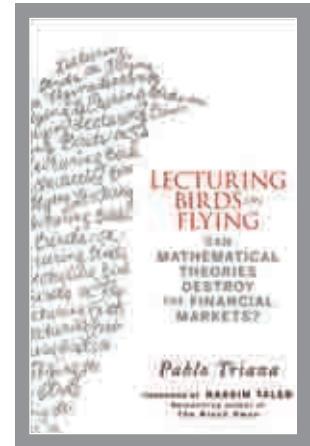
Kuşlara uçma dersi

Kuşlara Uçmayı Öğretmek, teorik finansın gerçek hayatta nasıl dramatik bir biçimde başarısız olduğunu anlatan bir kitap... Nicel finans modellerine eleştirel bir bakış açısıyla kaleme alınan kitap, Wall Street'te kullanılan ve birçok olayda milyarlarca dolar zarara neden olan matematiksel modelleri mercek altına alıyor.

Hem finans endüstrisini hem de akademik dünyayı yakından tanıyan Pablo Triana'nın kitabının adı: Kuşlara Uçmayı Öğretmek: Matematik Teorileri Finans Piyasalarını Yıkabilir mi? (Lecturing Birds on Flying: Can Mathematical Theories Destroy the Financial Markets?). Kitabın önsözünü de 'Siyah Kuğu'nun yazarı Nassim Nicholas Taleb kaleme almış. Son birkaç on yılda finans dünyasının önemli bir bölümü, 1987 krizine, 1998 LTCM çöküşüne, son olarak 2008 kredi krizine ve diğer irili ufaklı çöküşlere rağmen, "model doğru, piyasalar yanlış" şiarına inani-

yordu. Triana, bu kitapta bilgisayarlara yüklü olan ve piyasaları yönlendiren finans matematiğinin gerçek yatırım dünyasında nasıl iflas ettiğini anlatıyor.

Triana, ilk olarak finans piyasalarının matematik olarak çözümlenemeyeceği tartışmasına yanıt arıyor. Daha sonra piyasaların denklemlerle tanımlanamayacağını ve piyasalara insan eylemlerinin hükmettiğini kanıtlamaya çalışıyor. Wall Street'in ve diğer finans merkezlerinin yoğun bir biçimde bilim adamı istihdam etmesine eleştirel bir bakış açısıyla yaklaşan Triana, kitabının sonunda, eski moda sağduyu ile karar alma mekanizmasının, matematiksel karar alma mekanizmasının yerini alması yönünde çağrı yapıyor. Financial Times'ın yayın yönetmen yardımcısı ve yazarı Gillian Tett, "Eğer bankacılar, Triana'nın mesajlarını birkaç yıl önce ciddiye alsaydı, bugün bu kadar büyük bir kargaşanın içinde olmazdık" diyor. Edward Hadas ise, Triana'nın karışık denklemlerin yerini



Lecturing Birds on Flying: Can Mathematical Theories Destroy the Financial Markets?

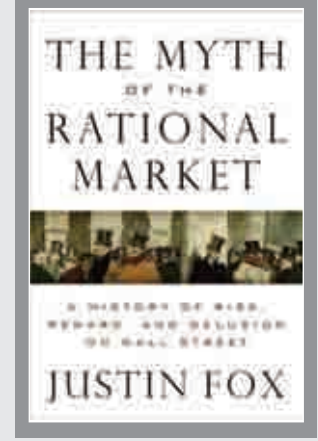
Pablo Triana

John Wiley & Sons, Haziran 2009, 400 Sayfa

Piyasalar gerçekten rasyonel mi?

Time dergisinin genel yayın yönetmeni olan ve dergide 'Meraklı Kapitalist' başlığıyla yazılar yazan Justin Fox, bu kitabında yaşadığımız son finansal krizde de ciddi bir tartışma konusu olan piyasaların rasyonel hareket ettiği varsayımını inceliyor. Kitabın adı; Rasyonel Piyasa Miti: Risk, Ödülün Bir Tarihi ve Wall Street'te Hayal (The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street). Kuşkusuz, Justin Fox, bu konuyu ilk araştıran –ve eleştiren- kişi değil ancak bir mace- ra romanı tadıyla okunan iş dünyası tarihi onun gazeteciliğe bulanmış kıvrak kaleminden kaynaklanıyor. Kitap, Büyük Buhran yıllarından günümüzün finansal kargaşasına kadar modern finans ve yatırım düşüncesini ve işleyişini yaratıcıların öyküsünü anlatıyor. Başrollerde 20. ve 21. yüzyılın finansal manzarasını çizen akademisyenler yer alıyor: Irving Fisher'dan İkinci Dünya Savaşı sonrasının kahramanları Milton Friedman,

Harry Markowitz, Franco Modigliani, Merton Miller, Jack Treynor ve William Sharpe gibi... Fox, burada akademinin sahne arkasındaki yaşamını çok hoş anekdotlarla birlikte aktarırken, teorileri ve kurucularını akıcı bir dille kaleme alıyor. Diğer yandan ekonomik davranışlarımızın ve piyasaların nasıl şekillendiğini ve hisse senedi fiyatlarının hem rastgele hem de rasyonel olduğunu yıllar boyunca aşamalı olarak şekillenen teorilerle kanıtıyor. Kitap dünyanın önde gelen ekonomi yayınlarının da övgüsünü almış. Örneğin, Financial Times gazetesindeki yazıda, kitabın etkileyici biçimde geniş ve zengin bir araştırmanın ürünü olduğu vurgulanmış. Risk üzerine yazılan en iyi kitaplardan biri olan Tanrılara Karşı'nın yazarı Peter Bernstein, finansal piyasaların nasıl işlediğini anlamaya çalışan herkesin bu zeki ve esprili kitabı okuması gerektiğini söylüyor ve ekliyor: "Hatta bu sorunla yıllarca boğuşanlar bile Fox'un yazdığı ilgi çekici tarihi okurlarsa memnun olacaklardır."



The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street

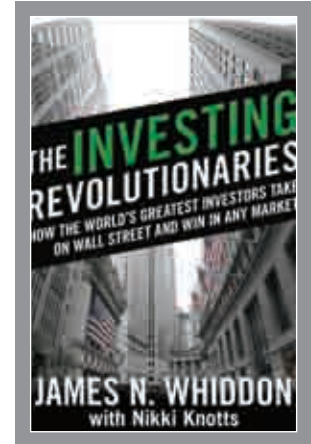
Justin Fox

Harper Business,
Haziran 2009, 400 sayfa

Finans dahileriyle radyo sohbetleri

James Whiddon, son beş yıldır dünyanın en parlak, en iyi ve en etkili finans uzmanlarıyla radyo sohbetleri yaptı. "Yatırım Devrimi" adlı çok dinlenen radyo programında geniş bir yelpazede konuları mercek altına alsa da, programın misyonu hep aynı kaldı: Her zaman kazanan Wall Street'te oyunun nasıl oynandığını dinleyicilere aktarmak... Whiddon, böylece, yatırımcıların serbest piyasa kapitalizmine doğrudan katılmalarına ve uzun vadeli yüksek kazançlar sağlamalarına katkıda bulunarak Wall Street'e bir alternatif oluşturma çabasındaydı. Whiddon'un bu sohbetleri bir araya getirdiği kitabı; Yatırım Devrimcileri: Dünyanın en Büyük Yatırımcıları Wall Street'e Nasıl Bakıyor ve Diğer Piyasalarda Nasıl Kazanıyor? (The Investing Revolutionaries: How the World's Greatest Investors Take on Wall Street and Win in Any Market) Wall Street ile ilgili gerçekleri arayan herkese tavsiye edilebilir. Wall Street'in tiranlığından kurtulmak isteyenlere; John Bogle, Michael

Mauboussin, Mohamed El-Erian, Richard Thaler ve Jeremy Siegel gibi finans dahilerinden öneriler yer alıyor. Kitabın tanıtımında, "Hisse senedi seçmeyi ve piyasa zamanlamasını unutun. Yatırım fonu gurularına ve teknik analize elveda deyin. Dünyanın bütün yatırımcıları, zincirlerinizden başka kaybedecek bir şeyiniz yoktur. Ve şimdi Yatırım Devrimcileri size anahtar veriyor" deniliyor. FED (ABD Merkez Bankası) Dallas'ın eski başkanı Bob McTeer, "Büyük bir röportaj seçkisi. Finansal hizmetler endüstrisindeki en saygın isimler Jim'e konuşmuş ve yatırımcıların en sık sorduğu soruları yanıtlamış" diyerek kitabı özetlemiş. Yatırım Devrimcileri, yatırım kitaplığımızda Bernstein, Bogle, Solin ve Tobias ile birlikte yerini alacak" diye yazmış. Kitabın yazarı James N. Whiddon, popüler radyo programının yanı sıra The Wall Street Journal, Chicago Tribune, CNBC ve CNN Money'de sık sık görüşleriyle yer alıyor. Whiddon, JWA Financial Group'un kurucusu ve CEO'su.

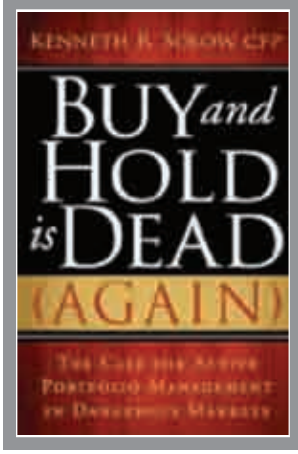


The Investing Revolutionaries: How the World's Greatest Investors Take on Wall Street and Win in Any Market

James N. Whiddon

McGraw-Hill, Nisan 2009,
368 sayfa

Sabır bir yatırım stratejisi olamaz



Buy and Hold Is Dead (Again): The Case for Active Portfolio Management In Dangerous Markets

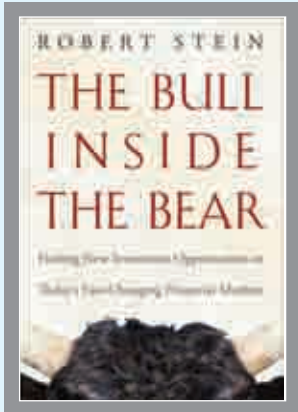
Kenneth R Solow

Morgan James Publishing, Mays 2009, 322 Sayfa

Risk ile ilgili akademik ve finansal planlama tanımları günümüzde neredeyse ışık hızıyla değişiyor. Ancak, bilgili yatırımcı için yatırım stratejilerindeki “riskli” nosyonu hala karanlık çağlarda çakılı kalmış durumda. Yatırımcılar ve fon yönetimleri, uzun süredir portföy yönetimlerini hisse senedini satın alıp, ortalamının üzerinde bir getiri elde edene dek elinde tutmaya dayalı bir stratejiyle gerçekleştiriyorlar. Servet yönetimi uzmanı Kenneth Solow, bu kitabında yatırım endüstrisinin “Al ve Tut” olarak özetlenen yatırım anlayışı bağımlılığına yeni bir bakış getiriyor. Aynı piyasalarında bu yatırım anlayışının potansiyel tehlikelerine ve defolarına dikkat çekiyor. Solow’un söyledikleri kitabının adında özetlenmiş; Al ve Tut Öldü (Yeniden): Tehlikeli Piyasalarda Aktif Portföy Yönetimi Örneği (Buy and Hold Is Dead (Again): The Case for Active Portfolio Management In Dangerous Markets).

Solow’a göre, sabır bir erdem olabilir ama bir yatırım stratejisi değildir. Solow, hisse senetlerinin tarihi ortalama getiri sağlaması için sabırla beklemenin, bir yatırım stratejisi seviyesine çıkarılmaması gerektiğini savunuyor ve Taktiksel Aktif Dağılımı adında farklı bir yaklaşım öneriyor. Solow’un görüşleri, günümüzün portföy yönetim endüstrisi için iyi bir eleştiri ve provokatif bir ses olarak nitelendirilebilir. Ancak, finans sektörünün bu zor zamanlarında “Al ve Tut Öldü (Yeniden)” aynı zamanda değerli bir yatırım rehberi de... Uzmanlar, Solow’un bu kitabıyla konvansiyonel “Al ve Tut” yaklaşımının tarihe gömülmesine önemli katkı yaptığını, günümüzün yatırımcısı için aktif portföy yönetiminin hayati önem taşıdığına güçlü bir vurgu yaptığını dile getiriyorlar. Steve Leuthold gibi yatırım dünyasının tanınmış isimleri, Solow’un kitabının yatırım danışmanları için mükemmel bir kaynak olduğu görüşünde birleşiyor.

Değişen trendlerde fırsatları yakalamak



The Bull Inside the Bear: Finding New Investment Opportunities in Today's Fast-Changing Financial Markets

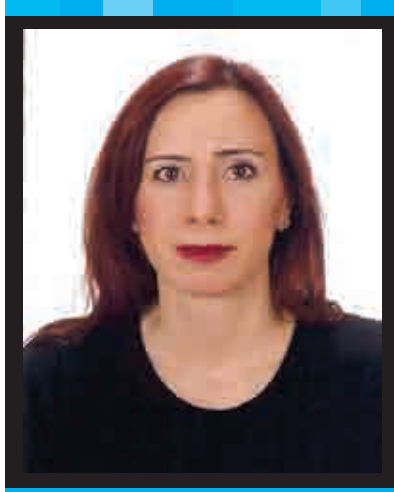
Robert Stein

John Wiley & Sons, Mart 2009, 203 Sayfa

Kredi piyasalarındaki erime, konut fiyatlarındaki çöküş ve hisse senedi piyasalarında kargaşa yatırımcıların dünyasını altüst etti. Konut sahipliğinin ve hisse senedi borsalarının uzun vadeli yatırımlar olduğu görüşü ciddi biçimde sorgulanmaya başlandı. Ayı piyasası uzmanları, tarihsel verileri araştırarak, hem konut hem de hisse senedi piyasalarının yıllarca durgun bir seyir izleyeceğini savunuyorlar. Bu da milyonlarca Amerikalının emeklilik planını tehlikeye atıyor. Eski bir FED (ABD Merkez Bankası) ekonomisti ve halen yatırım yöneticisi olan Robert Stein, bu kitabında ekonominin belirsiz sulara girdiğini ve yatırımcıların yeni fırsatları yakalamak ve riskli sektörlerden kaçınmak için portföylerini aktif olarak yönetmesi gerektiğini savunuyor. Kitabın adı: Ayının İçindeki Boğa: Günümüzün Hızla Değişen Finans Piyasalarında Yeni Yatırım Fırsatları Bulmak (The Bull Inside the Bear: Finding New Investment Opportunities in Today's Fast-Changing Financial Markets).

Kitapta, yatırımcıların artık “al ve tut” stratejisine bağlı kalmaması gerektiği, eğer ekonomi güçlü biçimde canlandığı takdirde portföylerde hisse senedinin payının artırılması ve mevcut sorunların ekonominin performansını aşağıya çekmesi durumunda da azaltılmasına dayalı stratejiyi uygulamaya hazır olması gerektiği vurgulanıyor. Dahası, yatırımcıların ekonomi ve finans piyasalarının performansına göre portföylerinde iyiye giden sektörlerin payını hızla artırıp azaltmaya dayalı stratejiler de izlemesi gerekiyor. Stein, kitabında Alan Greenspan’ın neden olduğu kredi genişlemesine dayalı finansal krizin istikrara kavuşmasının yıllar alacağı görüşünü savunuyor ve temel olarak durgun piyasalarda yeni yatırım fırsatlarından yararlanmanın ipuçlarını vermeye çalışıyor. Kolay okunabilir ve anlaşılabilir tarzda yazılan bu kitapta son yıllarda yaşananlardan çıkarılan ekonomik dersler ayrıntılı biçimde tartışılıyor ve değişen zamanlarda işaret fişeklerinin nasıl anlaşılacağı konusunda öneriler yer alıyor.

Amerika Piyasasında İşlem Yapan Başarılı Oyuncuların Sırları



Belma Öztürkcal

University of Texas at Dallas
belmao@utdallas.edu

Sizlerle bu yazımda Jack Schwager'in "The New Market Wizards Conversations with America's Top Traders" isimli kitabından bazı bilgileri paylaşmak istiyorum. İlk olarak 1992 yılında HarperBusiness tarafından basılmış olan bu kitap günümüzde halen faydalı bir kaynak olma niteliğini koruyor.

Bu kitabın önsözünde yazar bazı inandığı ilkeleri sıralıyor:

Yazar piyasaların rastlantısal olduğunu inanmıyor ve buna inanan akademisyenlerin yanlış düşüncede olduklarını düşünüyor. Piyasaların rastlantısal olmama sebebinin insan davranışlarının ve sürü davranışının rastlantısal olmamasına bağlıyor. Piyasada para kazanmak için bir milyon yol olduğunu söylüyor ve bunları bulmanın zorluğunu ise kara mizah olarak değerlendiriyor. Piyasaların hep değişmesine rağmen hep aynı kaldığını söylüyor. Başarının sırrının bir teorinin keşfinde

değil, her insanın içinde yattığını düşünüyor. Hisse senedi alım ve satım işlemlerinde başarının çok ağır bir çalışma ve kabiliyetin birleşiminden oluştuğunu düşünüyor. Soruyu anlamayan kişilerin 300 veya 3000 Amerikan Doları vererek bir sistem almalarının veya son tavsiyeleri takip etmelerinin faydası olmayacağını ve cevabı bulamayacaklarını söylüyor. Başarının bir hedef olduğunu ancak hayattaki para dışındaki konuları da içeren başarı olmadan, başarının değersiz olacağını düşünüyor.

Yazarın bu kitabı yazarken piyasadaki başarının bir kabiliyet ve disiplin sonucunda oluştuğuna ikna olduğunu ama şansa bağlı olmadığını düşünüyoruz. Kitaptan bazı fikirleri aşağıda özetlemek isterim.

"Kaybetmeyi tolere edemiyorsanız işlem yapmayın."

"Küçük bir zararı tolere edemiyorsanız kısa bir süre sonra tüm zararların en büyüğünü karşılamaya hazırlıklı olun."

"Yeterli kontrol mekanizmasını kurarsanız hata yapmazsınız."

"Her zaman getiri ve risk ilişkisine pozisyonunuzun şu andaki hali ile bakmak gerekir, pozisyonu ilk aldığınız hali ile bakmamalısınız."

"Piyasada bir alım dalgası olması için işlem yapmayı likit olarak bekleyen yatırımcıların olması gerekir."

"Bir trader başarılı olduğu işlem çeşitlerine yoğunlaşır, daha çok o tür işlemleri tercih ederse daha başarılı olur. Traderın başarısız olduğu işlem türlerini de bırakması uygun olur. Eğer zaman içerisinde başarılı bir yöntem geliştirememişse başka bir konuya yönelmesi tavsiye edilir."

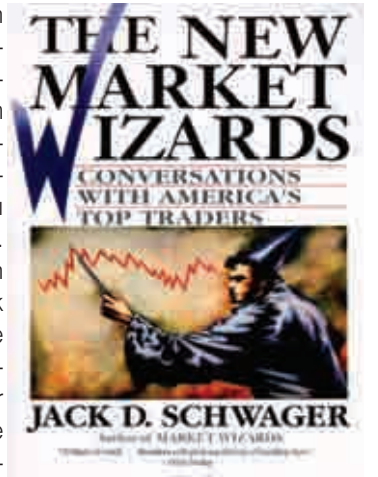
"Bir trader başarılı gidiyor ve bir pozisyondaki karı artıyorsa o pozisyondaki

miktarı yüksek tutmalı, ancak bir pozisyon kötü gidiyorsa işlem miktarını minimize etmelidir. Eğer bir pozisyon zararda ise pozisyondan çıkılmalıdır."

"Temel analiz, sadece piyasadaki alım veya satım kararları için değil ama aynı zamanda piyasanın trend konusundaki temel analize verdiği tepkiyi teyit etmek için kullanılacak bir araç olarak önemlidir."

Bu prensipler çerçevesinde insanların duygularının eğer kayıp söz konusu olursa korkunun da var olacağı düşüncesi öne çıkıyor. Bu negatif duygunun ön plana geçerek sağlıklı karar vermeyi gölgeleyeceğini, zarar ve kayıplara yol açacağını söyleyebiliriz.

Her traderin kendisini rahat hissedeceği bir alım satım stratejisi üzerine yoğunlaşması doğru olur. Bu yöntemin kişinin kişilik özellikleri ile uyumlu olması gerekir ve bu karlı ve zararlı olan işlemleri ayırt etmek için en önemli özelliktir. Her trader kendisi için uygun olacak piyasayı, sistem traderı veya bağımsız işlem yapan trader olmayı, temel veya teknik analiz ile işlem yapmayı, pozisyon veya spread ile işlem yapmayı, agresif veya muhafazakar işlem yapmayı bir yaklaşım olarak tercih edebilir. Bu seçimlerden biri trader için uygun olurken, diğer tercih bir ikilem yaratabilecektir.



KONFERANS AJANDASI | EYLÜL - EKİM 2009

<p>Annual Institutional Investor Summit 2009 Tarih : 15 Eylül Yer : Embassy Suites Hotel, New York http://www.iglobalforum.com/conferences.php</p>	<p>Funds World Turkey 2009 Tarih : 13-15 Ekim Yer : Hilton, İstanbul http://www.terrapinn.com/2009/fwt/</p>
<p>The 9th Annual European Private Equity Conference Tarih : 15-17 Eylül Yer : Le Meridien Beach Plaza, Monte Carlo http://www.wbresearch.com/capitalcreationeurope/</p>	<p>EVCA Venture Capital Forum Tarih : 14-16 Ekim Yer : Berlin, Almanya http://www.evca.eu/NetworkAndLearning/ConferenceDetail.aspx?meetingCode=VCF1009</p>
<p>European Investment Roundtable Tarih : 17-18 Eylül Yer : Hotel Vier Jahreszeiten Kempinski, Münih http://www.iiconferences.com/EIR.html</p>	<p>Uluslararası Finans Sempozyumu 2009 'Küresel Kriz Sonrası Yeni Finansal Mimari Arayışlar' Tarih : 16 Ekim Yer : Ord. Prof. Dr. Nihad Sayar Konferans Salonu, Marmara Üniversitesi Sultanahmet Rektörlük Binası, İstanbul http://bsy.marmara.edu.tr/index.php?sayfa=47</p>
<p>ETF&Indexing Investments Europe 2009 ETF&Indexing Investments Europe 2009 Tarih : 21-23 Eylül Yer : Londra http://www.terrapinn.com/2009/etf/</p>	<p>IIFA (Uluslararası Yatırım Fonları Birliği) Yıllık Toplantısı Tarih: 18-23 Ekim 2009 Yer: Seul, Güney Kore www.iifa.ca</p>
<p>World Bank/IMF Annual Meeting World Bank/IMF Annual Meeting Tarih: 6-7 Ekim 2009 Yer: İstanbul http://www.imf.org/external/am/2009/index.htm</p>	<p>FundsForum Middle East Tarih : 19-22 Ekim Yer : The Diplomat Radisson SAS Hotel, Bahreyn http://www.icbi-events.com/fundsmiddleeast/</p>
<p>C5's Second Annual Microfinance Investment Summit Tarih : 6-7 Ekim Yer : Londra http://www.microfinancesummit.com/</p>	<p>Turkish Investment Summit Tarih : 20-22 Ekim Yer : Renaissance Chancery Court Hotel, Londra http://www.adamsmithconferences.com/en/ylc001</p>
<p>EFAMA Investment Management Forum EFAMA Investment Management Forum Tarih : 1-2 Ekim Yer : Brüksel www.efama.org</p>	<p>4th Annual European Leveraged Finance Conference 2009 Tarih : 21 Ekim Yer : Royal Lancaster Hotel, Londra http://events.sifma.org/2009/437/event.aspx?id=11452</p>

KYD Fon Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	365.60	0.06	0.65	3.32	-31.25
	30-Nisan-09	407.34	2.532	3.924	13.087	11.42
	29-Mayıs-09	433.72	-0.007	0.959	9.172	18.636
	30-Haziran-09	446.61	0.425	2.318	2.972	22.161
B Tipi	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	1017.96	0.04	0.24	1.15	12.54
	30-Nisan-09	1051.2	0.019	0.135	0.741	3.266
	29-Mayıs-09	1054.37	0.015	0.048	0.321	3.578
	30-Haziran-09	1058.66	0.022	0.126	0.407	3.999

KYD TL Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
30 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	487.13	0.04	0.29	1.48	17.89
	30-Nisan-09	508.91	0.027	0.219	0.904	4.471
	29-Mayıs-09	512.97	0.031	0.191	0.826	5.305
	30-Haziran-09	517.76	0.016	0.194	0.934	6.288
91 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	633.67	0.05	0.41	1.78	18.41
	30-Nisan-09	670.13	0.028	0.23	1.259	5.754
	29-Mayıs-09	675.06	0.047	0.148	0.764	6.532
	30-Haziran-09	683.54	0.011	0.296	1.256	7.87
182 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	785.05	0.06	0.6	2.58	19.32
	30-Nisan-09	841.96	0.02	0.221	1.771	7.249
	29-Mayıs-09	846.71	0.055	0.064	0.584	7.854
	30-Haziran-09	860.45	0.036	0.405	1.623	9.604
365 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	734.61	0.12	1.02	4.95	20.22
	30-Nisan-09	805.76	0.06	0.451	2.786	9.685
	29-Mayıs-09	810.15	0.232	0.176	0.605	10.283
	30-Haziran-09	825.07	0.035	0.301	1.842	12.314
547 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	160.5	0.1	1.03	6.5	19.42
	30-Nisan-09	178.06	0.112	0.553	3.481	10.941
	29-Mayıs-09	179.78	0.271	0.156	1.08	12.012
	30-Haziran-09	182.99	0.036	0.494	1.786	14.012
TÜM	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	682.82	0.08	0.76	4.69	18.6
	30-Nisan-09	743.41	0.087	0.465	2.67	8.873
	29-Mayıs-09	748.71	0.209	0.167	0.801	9.65
	30-Haziran-09	761.23	0.039	0.53	1.672	11.483

KYD FX DIBS Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	127.81	0.24	0.33	1.21	3.17
	30-Nisan-09	129.8	0.015	0.077	0.325	1.557
	29-Mayıs-09	130.18	0.015	0.077	0.308	1.854
	30-Haziran-09	129.97	0.008	0.038	-0.161	1.69
USD - YTL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	118.28	0.86	1.02	-2.9	35.77
	30-Nisan-09	124.62	-1.127	-3.56	-5.08	5.36
	29-Mayıs-09	121.43	-1.764	0.546	-3.658	2.663
	30-Haziran-09	120.43	-0.348	-2.675	-0.824	1.818
EUR	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	111.79	0.01	0.04	0.18	-0.8
	30-Nisan-09	111.94	0.018	0.089	0.377	0.134
	29-Mayıs-09	112.32	0.018	0.089	0.357	0.474
	30-Haziran-09	112.76	0.018	0.089	0.392	0.868
EUR - YTL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	121.56	-0.34	0.92	6.65	26.2
	30-Nisan-09	119.67	-0.375	-0.672	-4.835	-1.555
	29-Mayıs-09	122.97	-0.445	1.185	2.373	1.16
	30-Haziran-09	123.15	0.261	-1.33	0.146	1.308

KYD EUROBOND Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	182.70	0	0.67	12.34	0.88
	30-Nisan-09	191.74	-0.84	0.33	4.91	4.95
	29-Mayıs-09	197.72	0.46	-0.51	2.25	8.22
	30-Haziran-09	200.85	-0.06	0.51	1.58	9.93
USD - YTL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	169.63	0.63	1.37	7.82	32.53
	30-Nisan-09	184.59	-1.97	-3.29	-0.74	8.82
	29-Mayıs-09	185.03	-1.33	-0.04	-1.74	9.08
	30-Haziran-09	186.74	-0.41	-2.22	0.92	10.09
EUR	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	148.08	0	0.44	4.92	0.45
	30-Nisan-09	162.18	0.09	0.28	4.34	9.52
	29-Mayıs-09	163.00	0.04	-0.44	0.6	10.08
	30-Haziran-09	162.94	0.09	0.2	-0.04	10.04
EUR - YTL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	183.95	-0.35	1.32	11.64	25.71
	30-Nisan-09	198.56	-0.3	-0.47	-0.99	7.94
	29-Mayıs-09	204.49	-0.42	0.67	2.68	11.17
	30-Haziran-09	204.06	0.34	-1.21	-0.21	10.93

KYD O/N REPO Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	269.13	0.03	0.22	1.08	15.28
	30-Nisan-09	278.17	0.022	0.176	0.713	3.359
	29-Mayıs-09	279.93	0.021	0.15	0.654	4.013
	30-Haziran-09	281.83	0.021	0.146	0.679	4.719
BRÜT	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	341.88	0.04	0.28	1.26	17.5
	30-Nisan-09	355.56	0.028	0.217	0.837	4.001
	29-Mayıs-09	358.29	0.025	0.176	0.796	4.8
	30-Haziran-09	361.15	0.025	0.172	0.798	5.636

Yatırım Fonlarında İkinci Çeyrek

Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi yılın ikinci çeyreğinde nette %43,56, reel olarak da %42,47 oranında getiri elde etmiştir. FM A Tipi Endeksi, nette %27,88 , reel olarak %26,90 oranında değer kazanırken, FM B Tipi Endeksi, nette %1,62 , reel olarak ise %0,84 oranında değer kazanmıştır. Sonuç olarak; İMKB 100 endeksi, yılbaşından beri yakaladığı yükselişini ikinci dönemde de devam ettirmiş, aynı şekilde hem A Tipi, hem de B Tipi fon endeksleri de, pozitif getiri ile dönemi tamamlamıştır.

	1 Nisan 2009	1 Temmuz 2009	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	872.86	1116.19	27.88%	26.90%
İMKB 100	25,943.57	37245.86	43.56%	42.47%
FM B Tipi	1,503.53	1527.83	1.62%	0.84%

Fonlardaki Büyüme

İlgili dönemde, A Tipi fonların portföy değeri %30 oranında, yatırımcı sayısında %3,24 oranında artış göstermiştir. B Tipi fonların ise, yatırımcı sayıları 0,96 oranında artarken, portföy değerleri %1 oranında küçülmüştür. A Tipi fonlarda , Sektör Fonu haricinde yatırımcı sayısı azalan fon türü bulunmazken, B Tipi fonlarda, diğer fon türlerinden likit fona giriş olmuştur. Ayrıca fon türleri ve tiplerinin genel itibarıyla bağlı oldukları A Tipi ve B Tipi fon endekslerindeki değişimden arındığımız, Fon Endekslerine Göre Değişim sütununda ise, A Tipi fonların %2,27 oranında arttığını, B Tipi fonların ise %-2,31 oranında azaldığını, tüm piyasanın da toplamda %-0,03 oranında küçüldüğünü görebiliriz.

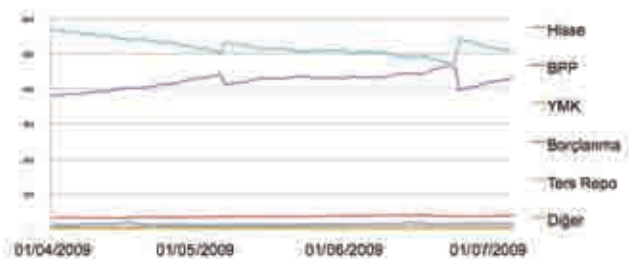
Fon Tipi	Fon Türü	İlk Portföy Değeri*	Son Portföy Değeri*	Portföy Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Fon Endekslerine göre Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
A Tipi	Değişken Fon	116.7	169.79	45	14,418	15,475	7.33	17.61%	0.41	0.59
A Tipi	Endeks Fon	147.94	187.25	27	13,481	13,955	3.51	-1.31%	0.52	0.65
A Tipi	Fon Sepeti	2.74	3.33	22	15	19	26.66	-6.25%	0	0.01
A Tipi	Hisse Fon	65.41	90.97	39	11,488	14,718	28.11	11.19%	0.23	0.32
A Tipi	İştirak Fon	27.68	39.27	42	1,741	1,987	14.12	13.99%	0.09	0.13
A Tipi	Karma Fon	192.49	229.25	19	145,372	146,406	0.71	-8.79%	0.67	0.8
A Tipi	Sektör Fonu	0.06	0.13	127	55	49	-10.9	98.92%	0	0
A Tipi	Yab.Menk.Kıym.Fonu	0.83	0.85	2	427	441	3.27	-26.22%	0	0
A Tipi Toplamı		553.85	720.85	30	186,997	193,050	3.24	2.27%	1.95	2.54
B Tipi	Değişken Fon	1,733	1,878	8	202,440	201,464	-0.48	6.77%	6.09	6.61
B Tipi	Endeks Fon	168	123	-27	1	1	0	-28.51%	0.59	0.43
B Tipi	Fon Sepeti	8	10	21	110	91	-17.27	19.40%	0.02	0.03
B Tipi	Karma Fon	3	14	307	582	692	18.9	305.57%	0.01	0.04
B Tipi	Kıym. Maden Fonları	137	136	-1	14,061	14,788	5.17	-2.46%	0.48	0.47
B Tipi	Likit Fon	23,678	23,205	-2	2,779,702	2,810,472	1.1	-3.61%	83.35	81.76
B Tipi	Tahvil ve Bono Fonu	2,109	2,277	8	102,252	102,024	-0.22	6.31%	7.42	8.02
B Tipi	Yab.Menk.Kıym.Fonu	18	19	8	5,493	4,926	-10.32	6.52%	0.06	0.06
B Tipi Toplamı		27,854	27,661	-1	3,104,641	3,134,458	0.96	-2.31%	98.05	97.46
Tüm Piyasa		28,407	28,382	0	3,291,638	3,327,508	1.09	-0.03%		

*Milyon TL (Karşılaştırmalar 1 Nisan 2009 – 1 Temmuz 2009 verileri ile)

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

Portföylerin Varlık Dağılımları

2009'un ikinci çeyreğinde, tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %51, Kamu Borçlanma %43, BPP %4 seviyelerinde seyretmektedir.



Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	07.01.2008	07.01.2009	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Tüfe'ye Göre
A Tipi	559	721	28.92%	21.93%	9.53%
B Tipi	23,904	27,661	15.72%	9.44%	4.08%
Toplam	24,463	28,382	16.02%	9.73%	

Portföy değerlerini karşılaştırmak için üstteki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimlerini enflasyondan arındırdıktan sonra buldukları endeksteki değişimlerinden de arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasının; A Tipi ve B Tipi fonların reel olarak %9,73 gibi bir oranda büyüdüğünü görmekteyiz.

Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	07.01.2008	07.01.2009	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
A Tipi	948.32	1,116.19	17.70%	11.32%
B Tipi	1,374.16	1,527.83	11.18%	5.15%
İMKB	33,208.24	37,245.86	12.16%	6.08%

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloda, tüm endeksler dönemi artı değerlerde kapatmış ve enflasyona yenilmemiştir. İMKB endeksinde baktığımızda, global krizin etkilerinin geçtiğini ve geçen seneye oranla %12,16 değer kazandığını görebiliyoruz.

Tip ve Tür Bazında Büyüklükler ve Değişimler

Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son Toplam Portföy*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Toplam Değeri Değişimi	İlk KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	KBSS% Değişimi	İlk Doluluk*	Son Doluluk	Doluluk% Değişimi
A Tipi	Değişken Fon	117	21%	0%	170	24%	1%	45%	14,418	8%	0%	15,475	8%	0%	7%	0%	1%	25%
A Tipi	Endeks Fon	148	27%	1%	187	26%	1%	27%	13,481	7%	0%	13,955	7%	0%	4%	18%	6%	-66%
A Tipi	Fon Sepeti	3	0%	0%	3	0%	0%	22%	15	0%	0%	19	0%	0%	27%	7%	7%	1%
A Tipi	Hisse Fon	65	12%	0%	91	13%	0%	39%	11,488	6%	0%	14,718	8%	0%	28%	7%	8%	7%
A Tipi	İştirak Fon	28	5%	0%	39	5%	0%	42%	1,741	1%	0%	1,987	1%	0%	14%	8%	8%	5%
A Tipi	Karma Fon	192	35%	1%	229	32%	1%	19%	145,372	78%	4%	146,406	76%	4%	1%	30%	31%	2%
A Tipi	Sektör Fonu	0	0%	0%	0	0%	0%	127%	55	0%	0%	49	0%	0%	-11%	2%	4%	70%
A Tipi	Yab.Menk.Kıy.	1	0%	0%	1	0%	0%	2%	427	0%	0%	441	0%	0%	3%	6%	5%	-8%
Tüm A Tipleri		554	2%	0%	721	3%	30%	186,997	186,997	6%	0%	193,050	6%	0%	3%	2.27%	1.96%	-14%
B Tipi	Değişken Fon	1,733	6%	6%	1,878	7%	7%	8%	202,440	7%	6%	201,464	6%	6%	0%	14%	15%	6%
B Tipi	Endeks Fon	168	1%	1%	123	0%	0%	-27%	1	0%	0%	1	0%	0%	0%	0%	0%	1%
B Tipi	Fon Sepeti	8	0%	0%	10	0%	0%	21%	110	0%	0%	91	0%	0%	-17%	1%	2%	13%
B Tipi	Karma Fon	3	0%	0%	14	0%	0%	307%	582	0%	0%	692	0%	0%	19%	5%	21%	323%
B Tipi	Kıy.Mad.Fonları	137	0%	0%	136	0%	0%	-1%	14,061	0%	0%	14,788	0%	0%	5%	30%	27%	-10%
B Tipi	Likit Fon	23,678	85%	83%	23,205	84%	82%	-2%	2,779,702	90%	84%	2,810,472	90%	84%	1%	13%	13%	1%
B Tipi	Tahvil ve Bono	2,109	8%	7%	2,277	8%	8%	8%	102,252	3%	3%	102,024	3%	3%	0%	15%	16%	10%
B Tipi	Yab.Menk.Kıy.	18	0%	0%	19	0%	0%	8%	5,493	0%	0%	4,926	0%	0%	-10%	11%	14%	31%
Tüm B Tipleri		27,854	98%	98%	27,661	97%	-1%	3,104,641	3,104,641	94%	0%	3,134,458	94%	0%	1%	13%	13%	4%
Tüm Piyasa		28,408			28,382		0%	3,291,638				3,327,508			1%	9%	9%	1%

*Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Nisan 2009 – 1 Temmuz 2009 verileri ile)

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

Doluluk Oranı (Dolasımdaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi)

2009 yılının ikinci çeyreğinde fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda portföy değerleri sabit kalırken, yatırımcı sayıları %1 oranında artmıştır. A Tipi fonların yatırımcı sayıları %3 oranında, B Tipi fonların yatırımcı sayıları da %1 oranında büyümüştür. Yatırımcı sayılarına bakıldığında, A Tipi fon türlerinde en büyük artış, hisse fonlar ve iştirak fonlarda olurken, sektör fonlarından çıkış ya-

şanmıştır. B Tiplerinde ise, yabancı fonlardan çıkış yaşanıp, karma ve kıymetli maden fonlarında artış görülmüştür. A Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları %14 azalırken, B Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları, %4 artış göstermiştir. Sonuç olarak; ikinci çeyreğe baktığımızda, portföy büyüklüğü ve yatırımcı sayılarında, ilgili dönemde çok büyük değişiklikler yaşanmamıştır.

Fon Endeksleri ve Değişimler

2009 un ikinci çeyreği itibariyle fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda; Piyasalar-daki olumlu etkilerden ve IMKB endeksinin yükselişinden dolayı tüm endekslerin, yatırımcıları enflasyona karşı koruduğunu görebiliyoruz.

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

Endeks	Fon Sayısı	01.07.2008 Değeri	01.07.2009 Değeri	%Değişim	Reel artış Tüfe'ye göre
A Tipi Fonlar Endeksi	50	948.32	1,116.19	17.7	16.69
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1,374.16	1,527.83	11.18	10.52
Likit Fon Endeksi	15	1,366.84	1,509.05	10.4	9.79
Endeks Fon Endeksi	10	306.41	336.33	9.77	9.18
Hisse Fon Endeksi	10	709.79	833.46	17.42	16.42
Karma Fon Endeksi	15	1,246.04	1,502.40	20.57	19.4
İştirak Fon Endeksi	1	871.03	1,069.51	22.79	21.5
Sektör Fonu Endeksi	1	764.35	845.58	10.63	10
Yab. Menk. Kıym. Fon Endeksi	5	293.33	358.77	22.31	21.05
Değişken Fon Endeksi	25	1,364.74	1,616.52	18.45	17.39
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1,421.78	1,707.82	20.12	18.97
FM 30 Endeksi	30	1,252.10	1,405.28	12.23	11.52
FM 50 Endeksi	50	1,228.46	1,385.62	12.79	12.05
Fon Sepeti Endeksi	3	95.99	127.59	32.92	31.08

FonMarket.com cebinizde.



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

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

Emeklilik Fonlarında İkinci Çeyrek

Değer Artışları

Fon Türü	İlk Portfoy Değeri*	Son Portfoy Değeri*	Portfoy Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Değer Artışı	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Büyüme Amaçlı Fonlar	479	647	35%	585,223	599,758	2%	33%	6.94	8.43
Diğer Fonlar	968	1,134	17%	858,931	859,460	0%	17%	14.05	14.78
Gelir Amaçlı Fonlar	4,264	4,682	10%	2,236,321	2,318,656	4%	6%	61.88	61.02
İhtisaslaşmış Fonlar	17	25	48%	12,510	12,484	0%	48%	0.24	0.32
Para Piyasası Fonları	1,163	1,184	2%	1,324,477	1,386,882	5%	-3%	16.87	15.43
Tüm Piyasa	6,890	7,672	11%	5,017,462	5,177,240	3%	8%		

*Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Nisan 2009 – 1 Temmuz 2009 verileri ile)

*KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı – Yatırımcı hesap sayısı) Kaç bireyin emeklilik planı olduğunu göstermez

Emeklilik fonlarının 2009 yılı ikinci çeyreğinde portföy değerlerinin %11 artışının yanı sıra yatırımcı sayılarının da %3 oranda arttığını görebiliyoruz. Değer artışını hesapladığımızda ise; yönetilen büyüklükteki artışın sisteme katılan yeni yatırımcılardan ziyade piyasa ile aynı doğrultuda yükseldiğini söyleyebiliriz. Sonuçta emeklilik fon pazarının büyümesi %8 civarında gerçekleşmiştir. Di-

ğer bir konu ise bu dönemde yatırımcıların tercihlerinin değişip değişmediği; diğer fonlar ve ihtisaslaşmış fonlardaki yatırımcı sayıları değişmezken, büyüme amaçlı fonlar, para piyasası fonları ve gelir amaçlı fonlara olan ilgi artmıştır.

Fonlarda Büyüme ve Enflasyon

Fon Türleri	07.01.2008	07.01.2009	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	402	647	61.03%	52%
Diğer Fonlar	859	1,134	31.98%	25%
Gelir Amaçlı Fonlar	3,123	4,682	49.92%	42%
İhtisaslaşmış Fonlar	16	25	53.31%	45%
Para Piyasası Fonları	727	1,184	62.89%	54%
Toplam	5,127	7,672	49.63%	42%

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasının, %49,63 büyüdüğünü, bu büyümeden enflasyonu çıkarttığımızda, emeklilik fonlarının net olarak %42 büyüdüğünü söyleyebiliriz.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2009'un ikinci çeyreğinde tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %72, Repo %15, Hisse %8, Diğer %5 seviyelerinde seyretilmektedir.

