

Yeni Yıla Yeni Başlangıç,

Ülkemizde Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisinin temsilcisi olan Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, kurumsal sermaye tabanını genişletmeyi misyon edinerek fon endüstrisinin büyümesi için gerekli tüm çalışmaları yapmaktadır.

Söz konusu çalışmalar kapsamında, sektörün uluslararası standartlara ulaşmasında önemli adımlardan biri olan “Kolektif Yatırım Araçları Sınıflandırması” uzun bir sürecin ardından geçtiğimiz hafta yürürlüğe girmiştir.

Bu gelişme hem fonların kendi risk kategorilerine göre sınıflandırılarak performanslarının objektif bir şekilde takip edilebilmesi, hem de yatırımcıların yönlendirilebilmesi açısından son derece önemlidir.

Yine sektörümüzün uzun süredir gündeminde olan yoğun hisse taşıyan fonlara uygulanan stopajın, hisse senedi ile aynı seviyeye getirilerek sıfırlanmasını bekliyoruz. Bu düzenleme ile portföyünde en az yüzde 75 hisse senedi bulunduran yatırım fonlarından elde edilen kazançlara uygulanacak stopaj oranı sıfır olacak.

Ayrıca, Başbakan Yardımcısı Sayın Ali Babacan ile Ocak ayı içinde yapmış olduğumuz toplantıda sektörümüzün gelecek beklentilerini ve projeksiyonlarını anlatma fırsatı bulduk. Sayın Bakan'la yaptığımız toplantıda tasarruf açığının azaltılmasında, özellikle kolektif yatırım araçlarının önemini vurgulayarak, kurumsal sermayenin ülke ekonomisine katkılarını tekrar dile getirdik.

Dergimizin yeni yılın ilk sayısında, yukarıda bahsettiğim düzenlemelere yönelik detaylı bilgilendirmeleri bulacaksınız. Ayrıca sermaye piyasamız için atılan bir diğer önemli adımla SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin bazılarının Tebliğ ile borsa da işlem gören şirketler için zorunlu hale gelmesi sonucu, Kurumsal Yönetim konusuna geniş bir bölüm ayırdık. Bu bölümde Yatırım Fonlarında Kurumsal Yönetim Uygulamaları konulu, bu alanda ilk kez gerçekleştirilen bir anket çalışmasının sonuçları da yer alıyor.

Gelişen İşletmeler Piyasası'na kurumsal yatırımcıların gözüyle bakış, girişim sermayesinde ülkemizde geline nokta, Avrupa Birliği ülkelerinde borç sorununu irdeleyen bir araştırma dergimizin içeriğinde yer alan diğer bazı önemli konu başlıklarını oluşturuyor.

Yılın ilk çeyreğine yönelik fon yöneticileri beklenti anketi, stratejist görüşü, fon dünyasından haberler, eğitim sayfamız, yatırımcı kitaplığı, kurumsal yatırımcıların sanat ve kültüre verdiği desteği anlatan dünyadan bir örnek ve 2011 yılı yatırım fonları analizinin de yer aldığı sektör verileri, dergimizin ülkemizden ve dünyadan en güncel gelişme ve verilerin paylaşıldığı sayfaları olmaya devam ediyor.

Yeni yılda sağlık ve başarılar diliyorum.

Gür Çağdaş
TKYD Başkanı



Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Başkanı

“Kolektif Yatırım Araçları Sınıflandırması” uzun bir sürecin ardından geçtiğimiz hafta yürürlüğe girmiştir. Bu gelişme hem fonların kendi risk kategorilerine göre sınıflandırılarak performanslarının objektif bir şekilde takip edilebilmesi, hem de yatırımcıların yönlendirilebilmesi açısından son derece önemlidir.

kurumsal
yatırımcı

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

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü
Tülin Ozaydın

Editör
Guzin Övünç

Yayın Kurulu
Halim Çün
Dr. Alp Keleş
Ceren Angli
Dr. Engin Kurun
Cenk Aksoy
Mehmet Ali Ersarı
Doc. Dr. Mehmet Horasanlı
Fayfan Oral

Danışma Kurulu
Cem Yalçınkaya
Didem Gordon
Dr. Gürman Tevlik
Fatih Arabacıoğlu
Gülsevin Yılmaz
Hasan Güzelöz
Hüseyin Ergin
Nami Akşel
Ömer Yenidoğan
Özgür Güneri

Reklam Müdürü
Selin Sozer

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
İtallik Ajans
Tel: 0212-321 21 71

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

Baskı
Portakal Baskı İthalat İhracat San. Tic. A.Ş.
Tel: 0212 332 28 01

TKYD Kurumsal Yatırımcı Derneği, TKYD tarafından yayımlanan kurumsal yatırımcıların bilgilendirme amaçlı bir dergidir. Bu dergide yer alan her türlü haber, bilgi ve yorumlar, güncel piyasa koşullarına Kayıtlar bakanlığı tarafından hazırlanan mevzuatla uyumlu olarak değerlendirilmeli, yanlış yorumlar ve istatistik verileriyle desteklenmelidir. Dergide yer alan tüm yazılar ve içeriklerimizin yazarlar tarafından sağlanmıştır. Biziyle ilgili her türlü sorularınız ve işleri için lütfen bizimle iletişime geçiniz. Biziyle ilgili her türlü sorularınız TKYD Kurumsal Yatırımcı Derneği ile iletişime geçebilirsiniz. Dergide yer alan yazılar için alınmayan ve kayıtlı haklarımızdan hiçbir şekilde faydalanılmamıştır.

içindekiler

4 SEKTÖRDEN HABERLER

10 TKYD'DEN

TKYD Fon Sınıflandırması nihayet yürürlüğe girdi
TKYD Vakıflar Toplantısı



14 KAPAK KURUMSAL YÖNETİM

15 SERMAYE PİYASASINDA YENİ KURUMSAL YÖNETİM VİZYONU

Ayça SANDIKCIOĞLU / Uzman
Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi

18 KURUMSAL YATIRIMCILARIN GÖZÜYLE KURUMSAL YÖNETİM

Hüseyin Gayde, CFA / Müdür, Portföy Yönetimi
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

20 Yatırım Fonlarında Kurumsal Yönetim Uygulamaları Türkiye'de Gerçekleştirilen İlk Anket Çalışması

Taliye Yeşilürdü / Başuzman
Sermaye Piyasası Kurulu, Avrupa Birliği Grubu

22 TKYD ANKET
FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ
1. ÇEYREK / 2012

İLK ÇEYREKTE AVRUPA'DAKİ BORÇ PROBLEMİ TAKİP EDİLİRKEN,
YATIRIM ARACI KISA VADELİ HAZİNE BONOSU VE REPO

- 24 KAPAK SINIFLANDIRMA**
Yatırım fonları sınıflandırma kriterlerinde değişiklik
Fatih Arabacıoğlu / TKYD Sınıflandırma Derecelendirme Komitesi Başkanı



- 28 STRATEJİST GÖRÜŞ**
2012'nin İlk Yarısı Zor Olacak
Mehmet Korkut Bayraktar / Araştırma Müdürü
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

- 32 FON YÖNETİMİ**
Yapı Kredi Emeklilik İMKB Temettü Endeksi Emeklilik Yatırım Fonu
Mehmet Kapudan / Portföy Yöneticisi
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

Rhea Portföy – Ata Yatırım Büyüme Amaçlı A Tipi Değişken Fon
Niyazi Atasoy / Fon Yöneticisi
Rhea Portföy Yönetimi A.Ş.

- 34 SEKTÖR ANALİZİ**
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
Sevdil Yıldırım

- 37 GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASI**
Gelişen İşletmeler Piyasası'nda Kurumsal Yatırımcıların Rolü
Cenk Aksoy / Genel Müdür
Camiş Menkul Değerler A.Ş.

- 40 ARAŞTIRMA**
EURO BÖLGESİ VE AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİNDE BÜTÇE AÇIKLARI ve KAMU BORÇLARI
Orhan Ökmen / Başkan
JCR Eurasia Rating

- 44 FON DÜNYASI**
Derleyen: Halim Çun
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

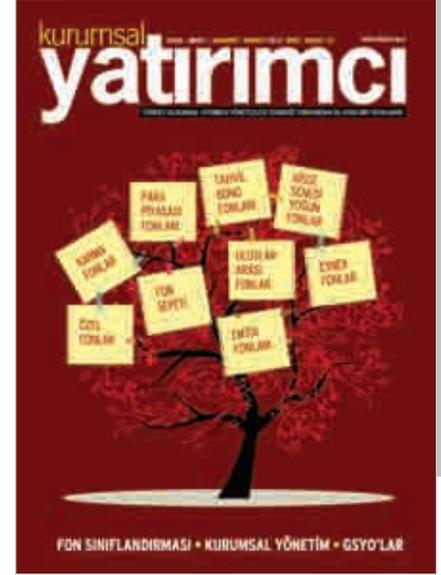
2011, Hedge Fonların kabus yılı oldu

Bill Miller fon yöneticiliğini bırakıyor!

Hisse Senedi Fonlarının zor yılı

BlackRock'ta karlılık sorunu

- 48 EĞİTİM**
SPK Finansal Eğitim Projesi



- 50 SANAT**
Abraaj Capital Sanat Ödülü

- 52 YATIRIMCI KİTAPLIĞI**

- 54 EFAMA**
UCITS Pazarında Trendler

- 56 SEKTÖR VERİLERİ**
YATIRIM FONLARI ANALİZ

- 58 KYD ENDEKSLERİ**

- 59 SEKTÖR VERİLERİ**



SEKTÖRDEN HABERLER

Sektöre yeni PYS ve GSYO'lar katıldı

YENİ KURULAN YATIRIM FONLARI *

- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, 250 milyon TL başlangıç tutarlı "İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. İstanbul Portföy Serbest Yatırım Fonu"
- Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin, 500 milyon TL başlangıç tutarlı "Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B tipi Global Varlık Dağılımı Fon Sepeti"
- Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin, 30 milyon TL başlangıç tutarlı "Rhea Portföy Ata Yatırım Büyüme Amaçlı A Tipi Değişken Fonu"
- Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin 500 milyon TL başlangıç tutarlı "Fokus Portföy Ata Yatırım Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu"
- Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, 200 milyon TL başlangıç tutarlı "Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Serbest Yatırım Fonu"
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, 100 milyon TL başlangıç tutarlı "İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Yüzyıl Serbest Özel Fonu"
- Fibabanka A.Ş.'nin 750 milyon TL başlangıç tutarlı "Fibabanka A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu"
- Fibabanka A.Ş.'nin 200 milyon TL başlangıç tutarlı "Fibabanka A.Ş. B Tipi Altın Fonu"
- Tekstil Bankası A.Ş.'nin 100 milyon TL başlangıç tutarlı "Tekstil Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu"
- T. Garanti Bankası A.Ş.'nin 100 milyon TL başlangıç tutarlı "T. Garanti Bankası A.Ş. Ashmore Gelişmekte Olan Ülkeler B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Fonu"
- T. Garanti Bankası A.Ş.'nin 500 milyon TL başlangıç tutarlı "T. Garanti Bankası A.Ş. B Tipi Kısa Vadeli Tahvil ve Bono Fonu"

YENİ FAALİYET İZİNLERİ, SERMAYE ARTIŞLARI*

- Fokus Portföy Yönetimi A.Ş.'nin sermayesinin 1.250.000 TL'den 1.750.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle esas sözleşmesinin ilgili maddesinin tadil edilmesi talebi olumlu karşılandı.
- ING Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, ING Bank A.Ş. ile acentelik tesisine izin verilmesi amacıyla yaptığı başvuru, Banka'nın acentelik faaliyetinde bulunabilme için Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'ndan izin alması koşuluyla, olumlu karşılandı.
- İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş.'nin sermayesinin 1.000.000 TL'den 1.100.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle esas sözleşmesinin ilgili maddesinin tadil edilmesi talebi olumlu karşılandı.
- Halk Portföy Yönetimi A.Ş.'nin yatırım danışmanlığı yetki belgesi verilmesi talebiyle yaptığı başvuru olumlu karşılandı.
- MT Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşuna ilişkin esas sözleşmenin uygun görülmesi talebi olumlu karşılandı.
- Notus Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşuna ilişkin esas sözleşmenin uygun görülmesi talebi olumlu karşılandı.
- Safran Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşuna ilişkin esas sözleşmenin uygun görülmesi talebi olumlu karşılandı.
- İno Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin sermayesinin %0,67'sini temsil eden 45.000 adet A grubu imtiyazlı payların Kamil Engin Yeşil tarafından satın alınması sonrasında ortaya çıkan çağrı yükümlülüğünün, Kamil Engin Yeşil tarafından Şirket'in diğer ortaklarına ait B Grubu imtiyazsız hami line yazılı paylardan her bir 1 TL nominal değerli payın 1,154 TL bedelle satın alınması suretiyle yerine getirilmesi için yapılan başvuru olumlu karşılandı.
- TEB Portföy Yönetimi A.Ş. (TEB PYŞ)'nin, Fortis Portföy Yönetimi A.Ş. (Fortis PYŞ) ile Fortis PYŞ'nin

tüm hak, alacak, borç, yükümlülüklerinin ve malvarlığının tasfiyesiz infisah yolu ile kül halinde TEB PYŞ'ye devri suretiyle birleşmesine izin verildi.

- Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin, Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanlı bir girişim sermayesi yatırım ortaklığına (GSYO) dönüşüm talebi olumlu karşılandı. Şirket portföyünü en geç bir yıl içinde GSYO Tebliği'nde yer alan yatırım sınırlamalarına uygun hale getirecek.
- Körfez Gayrimenkul İnşaat Taahhüt Turizm Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin "Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş." unvanlı bir gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşümüne onay verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- Başlangıç sermayesi 1.000.000 TL olan "Güler Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş." ve başlangıç sermayesi 5.000.000 TL olan "Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş."nin kuruluşlarına ilişkin esas sözleşmelerinin uygun görülmesi talebi olumlu karşılandı.
- Sardes Portföy Yönetimi A.Ş.'nin 240.000 TL'si nakit, 260.000 TL'sinin ise üç yıl içerisinde nakit ödenmesi şartıyla, sermayesinin 500.000 TL'den 1.000.000 TL'ye artırılması amacıyla esas sözleşmesinin ilgili maddesinin tadili talebi olumlu karşılandı.
- Başlangıç sermayesi 6.000.000 TL olan Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin kuruluşuna ilişkin esas sözleşmenin uygun görülmesi talebi olumlu karşılandı.
- Global Portföy Yönetimi A.Ş.'nin sermayesinin 2.534.000 TL'den 6.335.000 TL'ye artırılmasına ilişkin başvurusu olumlu karşılandı. Sermaye artırımını sonrası AZ International Holdings S.A. %60 pay ile ortak olurken, Global Yatırım Holding A.Ş.'nin pay oranı %99,92'den %39,968'e inecek.
- Osmanlı Portföy Yönetimi A.Ş.'nin sermayesinin 400.000 TL'den 1.000.000 TL'ye artırılmasına ve ortaklık yapısı değişikliklerine ilişkin başvurusu olumlu karşılandı.

KURUMLARDAN HABERLER

- **Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.'de yeni yapılanma:** Sektörün ilk portföy yönetim şirketi olan Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.'nin kurucu Genel Müdürü Gür Çağdaş, şirketin Yönetim Kurulu Başkanvekilliğine atandı. Garanti Portföy Yönetim A.Ş. Genel Müdürlüğüne ise Garanti Bankası Yatırım Bankacılığı birim müdürü Zeki Şen getirildi.
- **Ata Finans Grubu Yatırım Bankacılığı ve Varlık Yönetimi odağında yapılanıyor** - Ata Finans Grubu 20 yıldır sürdürmekte olduğu sermaye piyasası faaliyetlerini bölgesel yatırım bankası ve varlık yönetimi şirketi vizyonu ile yeniden yapılandırma kararı aldı. Bu kapsamda faaliyetlerini yatırım bankacılığı, uluslararası sermaye piyasası işlemleri ve varlık yönetimi üzerine yoğunlaştıracak. Bu çerçevede Grupta bazı görev değişikliklerine de gidildi. Ata Finans Şirketleri Yönetim Kurulu Üyesi Ufuk Yılmaz, Ata Yatırım A.Ş.'de Genel Müdürlük görevini üstlendi. 2007 yılından bu yana Genel Müdürlük görevini yürütmüş olan Bülent Altınel ise Yönetim Kurulu Üyeliğine getirildi. Aynı çerçevede Ata Portföy Yönetimi A.Ş. de 2005 yılından bu yana Genel Müdürlük görevini yürüten Dilek Gülensoy, şirketin Yönetim Kurulu Üyeliğine atandı. Ata Portföy Genel Müdürlüğü görevine ise son olarak, yurt dışında Goldman Sachs, UBS, Citibank, Barclays gibi şirketlerde yöneticilik görevleri üstlenmiş olan Murat Demirel getirildi.
- **Vakıf Emeklilik, 98 bin üyesi olan Polis Bakım ve Yardım Sandığı (POLSAN) ve 271 bin üyesi olan (İLK-SAN) İlkokul Öğretmenleri Sağlık ve Sosyal Yardım Sandığı ile işbirliği yaptı.** Bu kapsamda oluşturulan Gelire Endeksli Senetler, Grup Esnek ve Grup Kamu Emeklilik Yatırım Fonları'nı Polsan Portföy Yönetimi A.Ş. yönetecek.
- **Türkiye'deki sürdürülebilirlik uygulamaları konusunda, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ile İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği öncülüğünde yapılan ve İMKB'de işlem gören, 11 farklı sektörden 215 şirketin katıldığı araştırma PricewaterhouseCoopers tarafından raporlandı.** Rapor, iş dünyasının sürdürülebilirlik tanımlamasında ve uygulamalarında eksiklikleri olduğunu ortaya koyuyor. Ankete katılan şirketlerin %62'si sürdürülebilirlik stratejilerinin olduğunu belirttiler. Sonuçlar ise Türk iş dün-



yasının, operasyonel süreçlerini sürdürülebilirlik stratejilerine göre yapılandırmaları açısından çeşitli sorunlar yaşadığını ortaya koyuyor.

Ankete katılan şirketlerin %95'i sürdürülebilirlik konusunun iş yapış tarzları ile ilgili olduğunu belirtiyor. Bununla birlikte, çevre duyarlılığı, sürdürülebilirlik konusunda önem taşıyan konular içerisinde ancak son sıralarda gündeme geliyor. Verilen cevaplar şirketlerin sürdürülebilirliğin ekonomik ve sosyal boyutlarıyla daha çok ilgilendiğini gösteriyor.

Rapor, dünyanın ilk 10 ekonomisi içinde olmayı hedefleyen Türkiye'nin, yeşil ekonomiye dönüşen küresel ekonomide yerini sağlamlaştırabilmesi için kurumsal ve ulusal sürdürülebilirlik stratejisinin hayata geçirilmesi gerektiğine dikkat çekiyor.

- **Aile ve Sosyal Politikalar Bakanlığı'nın, İSMEK ve Doğu Grubu desteğiyle düzenlediği "İstanbul Finans Merkezi Yolunda 20 bin Kadın" başlıklı proje kapsamında seminerler verilecek.** Seminerlerde öncelikle finansal okuryazarlığın neden önemli olduğu, paranın konumlandırılması, bütçe, harcamalar, borç, birikim, yatırım, çocuk ve para, evlilik ve para temel başlıkları altında, kadınların nasıl finansal okuryazar olacağı konularında bilgiler sunulacak. Seminerler Ocak-Nisan aylarında devam edecek.

- **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, borsa ve sermaye piyasalarına yönelik farkındalığın artırılması ile yatırım kültürünün geliştirilmesi amacıyla, Anadolu Üniversitesi ile işbirliği protokolü imzaladı.** İmza töreninin ardından "Yatırımcının Bilgilendirilmesi: İMKB-Anadolu Üniversitesi İşbirliği" konulu panel gerçekleştirildi. Panelde TKYD Başkan Yardımcısı Didem Gordon da panelist olarak yer aldı.



Yatırımcılara ve şirketlere yönelik eğitici ve bilgilendirici çalışmaları amaçlayan işbirliği protokolü kapsamında; bilgilendirici, tanıtıcı, eğitici ve eğlendirici televizyon ve radyo programları hazırlanacak, konferans, sempozyum, panel vb. etkinlikler düzenlenecek, ayrıca saha araştırmaları, anketler ve soru-cevap şeklindeki kısa görüşmeler ile tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına ve İMKB'ye bakış açıları ve farkındalıkları tespit edilmeye çalışılacak. Protokol kapsamında hazırlanacak televizyon programlarının yayınlanmasında TRT Okul ve

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

Anadolu Üniversitesi'nin uhdesinde bulunan diğer mecraların kullanılması planlanıyor.

• **Sermaye Piyasası Kurulu ev sahipliğinde, 31 Ocak'ta "Mali Piyasalarda Reform ve Düzenleme" konulu konferans ile 1 Şubat'ta, OECD ile birlikte "Kurumsal Yönetişim, Değer Artırma ve İnovasyon" başlıklı iki gün süreli uluslararası konferans düzenlenecek.** İlk gün, kredi derecelendirme kuruluşları, tezgah üstü türev araçlar, emtia piyasalarındaki oynaklık, finansal eğitim, inovasyon, kurumsal yönetişim gibi krizin kaynağında yer alan ilgili konular ele alınacak. Organizasyonun ikinci günü ise, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri yenilikçilik, girişimcilik ve gelişmekte olan piyasalar perspektifinden değerlendirilecek.

MEVZUAT

1- Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) tarafından hazırlanan ve SPK tarafından uygun bulunan **"Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması Kriterleri"** SPK'nın **29.12.2011 tarih ve 44/1174 sayılı** Kararı ile kabul edildi.

Kurul kararında bu sınıflandırmanın takibinin TKYD tarafından yapılmasına karar verildiği belirtilerek, yeni sınıflandırma gerekçelerinde;

i- Mevcut düzenlemede yer alan fon türleri (*hisse senedi fonu, tahvil ve bono fonu, değişken fon, likit fon vs.*) ve tiplerinde (*A Tipi ve B Tipi*) herhangi bir değişikliğe gidilmeksizin, yatırım fonlarının yatırım stratejilerinin yatırımcılar tarafından daha iyi anlaşılabilmesi ve benzer yatırım stratejisine sahip fonların getirilerinin ve giderlerinin daha etkin bir şekilde karşılaştırmasının yapılabilmesi açısından faydalı olacağı ve böylelikle yatırım fonu sektöründe rekabeti artırabileceği düşüncesiyle yapıldığı,

ii- Ayrıca fonların hangi sınıfa girdiği bilgisinin belirli bir standartta kamuya sunulmasının, bağımsız kurumlar tarafından fonların derecelendirilmesi uygulamasını da yaygınlaştırması beklendiği, ifade edilmiştir.

2- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Başkanı Vedat Akgiray, portföyünde belli bir oranın üzerinde hisse senedi bulduran yatırım fonlarından sağlanan kazançlara uygulanan yüzde 10 oranındaki stopajın kaldırılacağını söyledi. Portföyünde % 75 ve üzerinde hisse senedi bulduran yatırım fonlarında stopajın kaldırılmasına ilişkin düzenlemenin Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmesi bekleniyor.

3- SPK'nın Seri:VII, No:42 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, 31.12.2011 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi.

Buna göre, **kısa vadeli tahvil-bono fonlarının aylık ağırlıklı ortalama vadesi alt limiti değiştirildi.** Önceki düzenlemede, kısa vadeli tahvil ve bono fonu, portföyünün en az %51'ini devamlı olarak kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış, portföyünün aylık ağırlıklı ortalama vadesi en az 45 en fazla 90 gün olan ve portföyüne pay senedi dahil edilemeyen fonlar olarak tanımlanmıştı. Bu Tebliğ değişikliği ile, kısa vadeli tahvil ve bono fonlarının aylık ağırlıklı ortalama vadelerinin olması gereken alt sınırı "en az 25 gün" olarak değiştirildi.

"Hisse Senedi Yoğun Fonlar" tanımlandı. Tebliğe eklenen 5/E maddesi ile hisse senedi yoğun fonlar, portföylerinin aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %75'i menkul kıymet yatırım ortaklıkları hisse senetleri hariç olmak üzere İMKB'de işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonları ve borsa yatırım fonları olarak tanımlandı ve bu fonlara ilişkin uygulama kapsamı belirlendi.

4- İMKB'nin çalışmaları sürdürülen yeni piyasası Hisse Senedi Tercihli Repo Pazarı'nın işleme başlaması için SPK'nın "Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" ile repoya konu olabilecek menkul kıymetler arasına "İMKB tarafından belirlenen ve İMKB pazarlarında repo ve ters repo işlemlerine konu olacak hisse senetleri" eklenerek, Tebliğ Taslağı kamuoyu görüşüne açıldı.

5- SPK'nın emeklilik fonlarının iç kontrol sistemlerinin etkinliğinin artırılması, iç kontrol faaliyetlerine ilişkin esasların detaylı olarak ortaya konulması ve sektörde uygulama birliğinin sağlanmasını teminen aldığı 20.01.2012 tarihli ilke kararı ile, Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik'in "Fonun iç kontrol sistemi" başlıklı 14'üncü maddesinde düzenlenen emeklilik fonlarının iç kontrol sistemi kapsamında gerçekleştirilen faaliyetlerin yürütülmesine yönelik esaslar belirlendi.

6- SPK'nın 20.01.2012 tarihli kararı uyarınca, yabancı menkul kıymetler fonlarının yurt dışı piyasalarda borsa dışı repo/ters repo işlemine taraf olabilmesi ve fon portföylerine ikraz iştirak senetlerini dahil edebilmelerine ilişkin koşullar belirlendi.

* SPK haftalık bültenlerinden derlenmiştir.

CFA 2012 MAKROEKONOMİK BEKLENTİLER PANELİ



Dünyada ve Türkiye'de 2012 yılında ekonomide yaşanabilecek gelişmeler ve makroekonomik beklentiler hakkında görüşlerin paylaşıldığı "2012 Makroekonomik Beklentiler Paneli" Yapı Kredi Portföy Yönetimi ve CFA Society of Istanbul işbirliğiyle gerçekleştirildi.

Açılış konuşmalarını Yapı Kredi Portföy Genel Müdürü Gülsevin Yılmaz ve CFA Society of Istanbul Başkanı Onursal Yazar'ın yaptığı panelde, Yapı Kredi Özel Bankacılık ve Varlık Yönetimi Genel Müdür Yardımcısı Mert Yazıcıoğlu, Global Source Partners Türkiye Danışmanı Dr. Murat Üçer ile BofA Merrill Lynch Global Research Türkiye, Ortadoğu ve Kuzey Afrika Direktörü ve Ekonomisti Türker Hamzaoğlu 2012 yılına ilişkin makroekonomik beklentilerini ve görüşlerini paylaştı.

Açılış konuşmasında 2008 yılında başlayan küresel krizin ardından sürpriz gelişmelerin devam ettiğini belirten Yapı Kredi Portföy Genel Müdürü Gülsevin Yılmaz, "Özellikle Avrupa tarafında atılacak somut adımların gecikmesi piyasalarda belirsizlik ve risklerin de artmasını beraberinde getiriyor. 2012'ye baktığımızda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme hızlarındaki düşüş beklentisi, devletlerin borç stoklarındaki artış trendi, ve işsizlik oranları kadar Türkiye'de büyümeye bağlı cari açık, enflasyon, kur ve faiz konusunda birçok soruya cevap aradığımız bir dönemdeyiz," diyerek sözü panelistlere bıraktı.

Yurt dışında piyasalardaki likiditeyi orta vadede yatırıma döndürecek olumlu bir gösterge beklendiğini belirten Yapı Kredi Özel Bankacılık ve Varlık Yönetimi Genel Müdür Yardımcısı Mert Yazıcıoğlu, "Bu göstergenin ne olduğu bilinmediğinden endişe yaratıyor. Bu durumun da yurt dışının büyüme imkanlarını sınırlandırması doğaldır.

Türkiye'ye etkisi ise kaynakların daha kısıtlanması şeklinde beklenmeli. Nitekim Merkez Bankası kaynakları kısıtlıyor. Faizleri artıran sebep de budur, şahsi fikrim, bunun devam edeceği yönünde," şeklinde konuştu. Kredi büyümesindeki yavaşlamanın da altını çizen Yazıcıoğlu, gelecek yıl kaynak daralmasının, özellikle de ilk 3-4 ayda TL faizlerinin yüksek kalmaya devam edeceğini düşündüğünü belirtti.

2012 yılının dünya ekonomileri için zor geçeceğini belirten Global Source Partners Türkiye Danışmanı Dr. Murat Üçer ise, Türkiye'nin kuvvetli taraflarına rağmen özellikle dış finansman ihtiyacı nedeniyle yurtdışı piyasalara yakından bağlı olduğundan zorluk yaşayabileceğini ve bu sebeple para ve maliye politikalarında daha dikkatli olunması gerektiğini belirtti.

Panelde bir konuşma yapan BofA Merrill Lynch Global Research Türkiye, Ortadoğu ve Kuzey Afrika Direktörü ve Ekonomisti Türker Hamzaoğlu ise "Türkiye'nin orta vadeli görünümüne yönelik iyimserliğimizi korusak da, Avrupa'nın içinde bulunduğu krizin 2012 yılında derinleşerek Türkiye'ye önemli bir dış şok yaşatabileceğini öngörüyoruz. Avrupa'da yaşanmasını beklediğimiz resesyonun, 2012 yılının ilk altı ayında Türkiye ekonomisinin daralmasına ve yılın tamamında sıfır büyüme kaydetmesine neden olabileceğini düşünüyoruz. Bu yavaşlamanın önümüzdeki sene makro dengesizlikleri azaltmasını beklerken, hane halkı ve şirketler kesiminde bilançoların sağlıklı olması nedeniyle, toparlanmanın da hızlı gerçekleşebileceğini tahmin ediyoruz. Nispeten yumuşak iniş olarak nitelendirebileceğimiz bu senaryonun gerçekleşmesi durumunda, ertelenmiş olsa da, Türkiye'nin 2013 yılında yatırım yapılabilir ülke konumuna yükseltilmesini mümkün görüyoruz." dedi.

HİSSE SENEDİ TERCİHLİ REPO PAZARI



Türkiye’de ödünç piyasasının henüz beklenen seviyeye ulaşmamış olması dikkate alındığında, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde hisse senetleri üzerinde repo yapılmasına ve sonrasında bu hisse senetlerinin alıcıya teslimine olanak vermek amacıyla “Hisse Senedi Tercihli Repo Pazarı” açılmasının yararlı olacağı düşünülmektedir.

Hisse repo işlemleri dünyada 1990’larda başlamıştır. Tıpkı tahvillerin fonlanma amacıyla repoya konu edilmeleri gibi piyasa katılımcıları tarafından hisse senetleri repo işlemlerinde teminat olarak kullanılmış ayrıca, fon fazlası bulunan yatırımcılara alternatif yatırım imkanı olarak sunulmuştur. Bunun öncesinde ise piyasa katılımcıları sadece ödünç piyasasından hisse senedi temin edebilmişlerdir. Tahvillerin konu olduğu repo işlemlerine göre oldukça düşük hacme sahip olmakla birlikte bugün ABD ve İngiltere ile diğer Avrupa ülkeleri başta olmak üzere dünyada birçok ülkede hisse repo işlemleri yapılmaktadır.

Tahvil piyasalarında fonlama temel olarak repo yoluyla yapılırken, hisse senetlerinde repo yapmak sadece fonlama yöntemlerinden bir tanesidir. Büyük yatırım bankaları kısa pozisyon açmak veya uzun pozisyonlarını fonlamak için hisse repo işlemi yaparken, diğer taraftan piyasa oyuncuları ödünç piyasası ile repo piyasasını birlikte kullanarak ödünç menkul kıymet karşılığında fon temin edebilmektedirler.

Türkiye’de ödünç piyasasının henüz beklenen seviyeye ulaşmamış olması dikkate alındığında, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası bünyesinde hisse senetleri üzerinde repo yapılmasına ve sonrasında bu hisse senetlerinin alıcıya teslimine olanak vermek amacıyla “Hisse Senedi Tercihli Repo Pazarı” açılmasının yararlı olacağı düşünülmektedir. Pazar’ın bir yandan takas yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde ihtiyaç duyulan hisse se-

netlerinin ters repo yoluyla temin edilmesi, diğer taraftan portföyde bulunan hisse senetlerinin kullanılarak repo yoluyla fonlama ihtiyacının karşılanmasına imkan vermesi beklenmektedir.

Kesin Alım-Satım Pazarı’nda işlem yapan ve repo ters repo yetki belgesi bulunan aracı kurum ve bankaların bu Pazar’da işlem yapmaları beklenmektedir.

Bu pazarda ilk aşamada Hisse Senetleri Piyasası Ulusal Pazarı’nda işlem gören, İMKB 30 Endeksi’ne dahil, A Grubunda yer alan hisse senetlerinin repo işlemlerine konu edilmeleri planlanmaktadır.

Henüz vadesi gelmemiş hisse repo işlemlerinde işlem konu hisse senedi ile ilgili özsermaye hallerindeki gelişmeler nedeniyle taraflara işlemin vadesini kırma hakkı tanınacaktır.

Risk yönetimi çerçevesinde işlemin vadesi boyunca, işleme konu hisse senedinin fiyatındaki değişim takip edilerek, oluşabilecek değer düşüklüğüne veya artışına bağlı olarak ortaya çıkan takas riskine karşılık, bu riski doğuran üyenin işlem limitine blokaj konulacaktır.

Pazara ilişkin teknik çalışmalar tamamlanarak üye kuruluşlar ile testlere başlanacak olup, son aşamaya gelmiş mevzuat düzenlemeleri ve üye test çalışmalarının tamamlanmasını takiben Pazarın faaliyete geçiş tarihi belirlenecektir.

TKYD Fon Sınıflandırması nihayet yürürlüğe girdi

Portföy Yönetim Sektörü'nün uzun zamandır beklediği ve **TKYD Sınıflandırma Komitesi** tarafından çalışmaları dört yıl önce başlayan "**Kolektif Yatırım Araçları Fon Sınıflandırması**", SPK'nın Aralık ayı sonunda yayınlanan kurul kararı ile yatırım fonlarında yeni bir sürecin başlamasını sağlayacak.

Söz konusu düzenlemeyle Yatırım Fonları dokuz fon sınıfı altında, karşılaştırma ölçütlerine göre alt başlıklara ayrılmıştır. SPK, fon sınıflandırmasının uygulanmasında ve kurumların bu yeni sisteme geçişlerindeki çalışmalarda TKYD'yi yetkilendirmiştir.

Fon sınıflandırması çalışmasının tamamlanmasının ardından, vergilendirmede de bir düzenlemeye gidilmesi beklenmektedir. Portföyünde %75 ve üzerinde hisse senedi taşıyan A tipi yatırım fonlarındaki stopajın sıfırlanması konusunda karar her an çıkabilir. **TKYD Vergi Komitesi** tarafından vergi dezavantajının kaldırılmasına yönelik uzun süredir yapılan çalışmalar da böylelikle sektörün beklentisi doğrultusunda tamamlanacaktır.

TKYD Mevzuat Komitesi, 2012 yılı içerisinde öncelikle yeni Sermaye Piyasası Kanunu üzerinde çalışmalar yapacaktır. Bu çalışmaların yanı sıra sektörün daha iyi anlaşılabilmesi amacıyla yatırımcılara yönelik çalışmalar yapılması planlanmaktadır. Sektör görüş ve taleplerinin SPK'ya, SPK görüşlerinin de sektöre iletilmesi ile ilgili çalışmalar da Komite tarafından devam etmektedir.

TKYD Endeks Komitesi, 2012 yılı içerisinde gerek mevcut endekslerle ilgili gerekse sektörün ihtiyaçları doğrultusunda yeni endeksler oluşturulması ile ilgili çalışmalarına devam edecektir.

KYD Bono TL Endeksleri içerisinde yer alan kıymetlerin vadelerinin uzamasıyla "KYD 30 Endeksi" içerisinde zaman zaman kıymet girmektedir. Bu nedenle "KYD 30 Endeksi"nin TRT250412T11 kıymetinin itfasiyle birlikte 25 Nisan 2012 tarihinde sona erdirilmesine karar verilmiştir.

Sektör ihtiyaçlarına yönelik yeni endeks çalışmaları yıl içerisinde devam edecektir.

TKYD Açık Platform Komitesi ile Takasbank arasında "Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu" ile ilgili çalışmalar devam etmektedir.

Sektör Toplantıları;

Aile ve Sosyal Politikalar Bakanlığı'nın, İSMEK ve Doğu Grubu desteğiyle düzenlediği "İstanbul

Finans Merkezi Yolunda 20 bin Kadın" başlıklı proje kapsamındaki seminerlerin ilkinde TKYD de katıldı ve yatırım fonları tanıtımına destek oldu.

Borsa ve sermaye piyasalarına yönelik farkındalığın artırılması ile yatırım kültürünün geliştirilmesine yönelik İMKB ve Anadolu Üniversitesi arasında imzalanan protokolün ardından düzenlenen panelde TKYD Başkan Yardımcısı Didem Gordon da panelist olarak yer aldı.

TKYD Yönetimi Bakan Babacan ile görüştü

TKYD Yönetimi Ekim-Aralık ayları içinde fon sektörünü ilgilendiren diğer konularda da başta SPK Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray ile olmak üzere, kamu yönetimi ile lobi faaliyetlerini sürdürdüler.

Ocak ayı ortasında, Devlet Bakanı ve Başbakan Yardımcısı Ali Babacan ile TKYD Yönetimi bir araya geldi. Babacan'a TKYD tanıtımının yanı sıra, Portföy Yönetim Sektörü, yeni Sermaye Piyasası Kanunu'ndan beklentiler ve Türkiye-Dünya yatırım fonları büyüklüklerine ilişkin bilgiler verildi. Babacan'la yapılan bu önemli toplantının 2012 yılına güzel bir başlangıçla giren yatırım fonları sektöründe yeni gelişmeleri de birlikte getirmesi bekleniyor.

TKYD Vakıflar Toplantısı

Vakıf varlıklarının değerlendirilmesinde sermaye piyasası araçlarından profesyonel bir şekilde yararlanılması konusunda portföy yönetim sektörü her türlü donanıma sahiptir.

Vakıflar Genel Müdürlüğü ve Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) tarafından düzenlenen “**Vakıflar Mevzuatı ve Vakıf Varlıklarının Değerlendirilmesi**” konulu toplantı 30 Kasım 2011 tarihinde İstanbul Grand Hyatt Otel’de gerçekleştirildi. İstanbul’da önde gelen vakıf yöneticileri ile Vakıflar Genel Müdürlüğü ve Portföy Yönetim Sektörü yöneticilerinin davet edildiği toplantıya 200 kişi katıldı.

Toplantının açılış konuşmalarını TKYD Başkanı Gür Çağdaş, Vakıflar Genel Müdürü Dr. Adnan Ertem ve Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray yaptı.

TKYD Başkanı Gür Çağdaş, Osmanlı İmparatorluğu’ndan beri tarihimizin önemli parçası olan Vakıfların eğitim, sağlık, kültür, imar



gibi birçok alanda önemli katkılar sağladıklarını, yeni konjonktürde de önemlerini koruyacaklarına inandıklarını söyledi.

Çağdaş, TKYD’nin kurumsal yatırımcıların gelişmesini ve ülke ekonomisine katkılarını artırmayı mis-

yon edindiğini, kurumsal sermayenin artmasıyla uluslararası alanda etkinliğinin artacağını belirtti. Bu kapsamda vakıf varlıklarının ülke ekonomisine kazandırılmasını sağlamak amacıyla vakıflarla ortak paylaşım içinde olmayı planladıklarını ifade eden Çağdaş, bu ilk toplantının önümüzdeki dönemde vakıflarla birlikte yapılacak çalışmalara ışık tutacağını söyledi.

Vakıflar Genel Müdürü Dr. Adnan Ertem de yaptığı konuşmada, vakıfların Türkiye’de büyük bir öneme sahip olduğunu, Vakıflar Genel Müdürlüğü’nün de vakıfların hizmet ve yükümlülüklerine ilişkin tüm çalışmalarını yakından takip ettiğini belirtti.

Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray da yaptığı konuşmada, vakıf kültürünün Türk





gelenek ve görenekleriyle çok örtüştüğünü yüzyıllardır bu kültürün yaşatıldığını söyledi. Vakıf varlıklarının ülke ekonomisine de katkılarının olduğunu belirten Akgiray, gerçekleştirilen toplantının bir milad olarak görülmesi gerektiğini belirtti. Kurumsal yatırımın yaygınlaştırılması için TKYD'nin büyük çabalar sarf ettiğini de belirten Akgiray, düzenleyici kurum olarak SPK'nın da vakıflara her türlü desteği vermeye hazır olduğunu söyledi.

Panel

Açılış konuşmalarının ardından gerçekleşen panelde, vakıf varlıklarının en iyi şekilde değerlendirilmesinin hem vakıflara, hem de ülke ekonomisine katma değer kazandırdığı, vakıf varlıklarının değerlendirilmesinde sermaye piyasası araçlarından profesyonel bir şekilde yararlanılması konusunda portföy yönetim sektörünün her türlü donanımına sahip olduğu vurgulandı. Vakıfların varlıklarını PYŞ'ler tarafından yönetmelerinde halinde bunun ticari faaliyet sayılıp sayılmayacağı konusundaki tereddütlerin kaldırılması gerektiği de panelde vurgulanan en önemli konu başlıklarından biri olarak yer aldı.

Panelin yöneticiliğini TKYD üyesi ve

İş Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Dr. Gürman Tevfik yaptı. Panelde vakıflar mevzuatı ile ilgili olarak Vakıflar Genel Müdürlüğü Daire Başkanı Adnan Er, vakıfların vergilendirilmeleri ile ilgili olarak Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü Daire Başkanı Ali Çiçen, vakıfların sermaye piyasaları ile ilgili olarak SPK Başkan Yardımcısı Bekir Sıtkı Şafak, ve vakıf varlıklarının değerlendirilmesinde portföy yönetim sektörünün rolü ile ilgili olarak TKYD Yönetim Kurulu Üyesi ve Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Dr. Alp Keler görüşlerini bildirdiler.

Keler, vakıfların özel portföy yönetimi hizmeti (SPK Seri: V No:59 tebliğ madde 4: Portföy yöneticiliği; finansal varlıklardan oluşan portföylerin, her bir müşteri adına, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir) almasında, vakıf senesinde aksi bir hüküm bulunmadıkça, bir engel bulunmadığına, son yıllarda gerek faizlerin düşmesi, gerekse de mevzuattaki olumlu gelişmeler nedeniyle, özel portföy yönetimine ilgi duyan vakıfların sayısının hızla artmakta olduğuna dikkat çekti.

Maliye Bakanlığı Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü Daire Başkanı

Ali Çiçen vakıfların kurumlar vergisi kanunu karşısındaki durumu, vakıflara vergi muafiyeti tanınması için gerekli şartlar ve bu vakıflara tanınan vergi muafiyetleri ile ilgili bilgi verdi.

Vakıflar Genel Müdürlüğü Vakıf Mevzuatı Daire Başkanı Adnan Er de vakıfların tanımı, çeşitleri ve sayıları ile 2008 yılında değişen Vakıflar Kanunu'nun getirdiği yenilikler hakkında bilgi verdi.

Türkiye'de Cumhuriyet döneminden önce kurulmuş mazbut, mülhak ve cemaat/esnaf vakıfları ile Cumhuriyet döneminden sonra kurulan yeni vakıflar bulunuyor. Yeni vakıfların Türkiye genelindeki toplamı 4,600, Türkiye genelinde vergi muafiyeti tanınan vakıf sayısı 239, vakıf üniversitelerinin sayısı ise 62 olarak belirtildi.

SPK Başkan Yardımcısı Bekir Sıtkı Şafak da, vakıf varlıklarının sermaye piyasası araçlarıyla yönetilmesi konusundaki yükümlülüklerden bahsetti.

Vakıflar Genel Müdürlüğü ile birlikte İstanbul vakıflarına yönelik yapılan bu ilk toplantıdan sonra, Ankara'da da ikinci vakıflar toplantısı önümüzdeki aylarda gerçekleştirilecek.

Ashmore

One of the world's leading investment managers
dedicated to emerging markets



2011 Ashmore Group Awards

EUROPEAN PENSIONS

Emerging Markets Manager of the Year

ASIAN INVESTOR INVESTMENT PERFORMANCE AWARDS

Emerging Market Debt Manager of the Year

GLOBAL INVESTOR

Investment Excellence Award – Emerging Market Fixed Income

ASHMORE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.

Tamburl All Etfendi Sk. No:13 Kat:1

Etiler, 34337

İstanbul, Türkiye

T:+90 212 349 40 00

F:+90 212 349 40 90

www.ashmoreturkey.com



Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş. bir Ashmore Grup iştirakidir.

KURUMSAL YÖNETİM

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:IV No:56 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ ile bazı Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin uygulanması, Gelişen İşletmeler Piyasası ve Gözaltı Pazarında işlem görenler hariç olmak üzere payları İMKB'de işlem gören halka açık anonim ortaklıklar için zorunlu hale geldi.

Dünyada olduğu gibi ülkemizde de kurumsal yatırımcılar, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanışını yakından takip etme eğilimindedir. 'Kurumsal Yönetim' başlıklı bu bölümde, yeni Tebliğ ile getirilen düzenlemeler ve işleyişine ilişkin beklentileri içeren çalışmaların yanı sıra, yatırım fonlarında kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik ilk kez yapılan bir araştırmanın sonuçları da yer alıyor.

SERMAYE PİYASASINDA YENİ KURUMSAL YÖNETİM VİZYONU

2000'li yılların başından bu yana uluslararası sermaye piyasalarını derinden etkileyen kurumsal yönetim kavramı, Türkiye'de de gitgide artan bir öneme sahip olmakta ve piyasalarda uzun vadede sürdürülebilir başarının anahtarı olarak artık sadece finansal kriterler değil, yönetsel kriterler de gündeme gelmektedir. Türk sermaye piyasaları kurumsal yönetim ile, ilk olarak 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayımlanan "Kurumsal Yönetim İlkeleri" ile tanışmıştır. Anılan dönemde "mevcut mevzuatın bir adım ötesinde, en iyi uygulama prensipleri" vizyonuyla hazırlanan İlkeler, "uygula-uygulamıyorsan açıkla" yaklaşımıyla yürürlüğe girmiş ve halka açık anonim ortaklıklar açısından herhangi bir uygulama zorunluluğu getirilmemiştir. Ancak zaman içerisinde ilkelerde yer alan temel prensiplerin birçoğu, sermaye piyasası mevzuatına eklenerek zorunlu prensipler haline gelmiş, bu anlamda ilkeler, mevzuatın bir adım ötesinde en iyi uygulama prensipleri olma fonksiyonunu yitirmeye başlamıştır.

Son dönemde kurumsal yönetim konusunda "uygula-uygulamıyorsan açıkla" yaklaşımının etkinliği tartışılmaya başlanmış ve bu yönde bir gönüllülük anlayışının yeterli sonucu vermediği, şirketlerin kurumsal yönetim konusunda istenilen seviyeye ulaşamadığı çeşitli platformlarda ifade edilmiştir.

Geçtiğimiz yıl Ekim ayında Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen bir



Tebliğ ile bağımsız yönetim kurulu üyeliği mekanizması önem kazanmış, bağımsız yönetim kurulu üyelerine kritik görev ve sorumluluklar yüklenmiştir.

madde ile SPK'nın görev ve yetkileri arasında "borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan halka açıklık oranları, yatırımcı sayısı ve niteliği, dâhil oldukları endeks ve belirli bir zaman dilimindeki işlem yoğunluğunu dikkate alarak belirlemiş olduğu gruplarda yer alanların, kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uy-

malarını zorunlu tutmak" eklenmiştir. Anılan yetki çerçevesinde hazırlanan Seri:IV No:54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ 11.10.2011 tarih ve 28081 (2. Mükerrer) sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış ve Tebliğ ile bankalar haricindeki İMKB-30 Endeksinde yer alan halka açık anonim ortaklıklar tarafından özellikle küçük yatırımcıların etkin bilgilendirilmelerini ve şirket yönetimlerinde etkin ve adil temsiliyi sağlamak amacıyla seçilmiş bazı İlkelerin zorunlu olarak uygulanması gündeme gelmiştir. Anılan Tebliğ ile "uygula-uygulamıyorsan açıkla" yaklaşımından zorunlu uygulama yaklaşımına geçiş yapılmıştır. 30/12/2011 tarih ve 28158 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:IV No:56 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Tebliğ) ise Seri:IV No:54 sayılı Tebliğ'i yürürlükten kaldırırken zorunlu uygulama anlayışının kapsamını genişletmiştir. Gerek uygulanacak ilkeler, gerekse uygulayacak şirket sayısı bakımından yükümlülüklerin kapsamı artırılmıştır.

Tebliğ ile Gelişen İşletmeler Piyasası ve Gözaltı Pazarında işlem görenler hariç, payları İMKB'de işlem gören halka açık anonim ortaklıklar (Borsa Şirketleri), sistemik önemlerine göre piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerleri dikkate alınarak üç gruba ayrılmıştır. İlkelerden 20 tanesi zorunlu olarak uygulanacak ilkeler olup, aslen tüm Borsa şirketleri söz konusu 20 ilkeye uymak zorundadır. Ancak İkinci ve Üçüncü Gruba

dahil olan şirketler açısından ilkelere bazılarının uygulama esasları hafifletilmiştir.

Tebliğ ile Borsa Şirketleri için getirilen başlıca zorunluluklar aşağıda özetlenmektedir.

- Genel kurul toplantı ilanının, genel kurul toplantı tarihinden asgari üç hafta önceden yapılması ve genel kurul toplantı ilanı ile birlikte ortakların genel kurulda verecekleri kararlarda ihtiyaç duya-

Tebliğ ile Gelişen İşletmeler Piyasası ve Gözaltı Pazarında işlem görenler hariç, payları İMKB'de işlem gören halka açık anonim ortaklıklar (Borsa Şirketleri), sistemik önemlerine göre piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerleri dikkate alınarak üç gruba ayrılmıştır. İlkelerden 20 tanesi zorunlu olarak uygulanacak ilkeler olup, aslen tüm Borsa şirketleri söz konusu 20 ilkeye uymak zorundadır. Ancak İkinci ve Üçüncü Gruba dahil olan şirketler açısından ilkelere bazılarının uygulama esasları hafifletilmiştir.



cakları belirli bilgilerin açıklanması gerekmektedir.

- Hakim ortakların, yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerinin, şirket veya bağlı ortaklıkları ile çıkar çatışmasına neden olabilecek nitelikte işlem yapabilmesi ve rekabet edebilmesi için genel kurul tarafından önceden onay verilmesi ve varsa söz konusu işlemler hakkında genel kurulda bilgi verilmesi zorunludur.

- Şirketlerin; varlıklarının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi, imtiyazların kapsamını veya konusunu değiştirmesi gibi önemli nitelikte işlemlerle ilgili yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı bulunmalı ve genel kurul tarafından söz konusu işlemlere ilişkin onay verilmelidir. Bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı olmaksızın önemli nitelikteki işlemlerin genel kurul onayına sunulması mümkün değildir. Ayrıca söz konusu genel kurul toplantılarında ilişkili taraflar oy kullanamaz.

- Borsa şirketlerinin asgari yöne-

tim kurulu üye sayısı 5 olmalı ve yönetim kurulunun çoğunluğu icrada görevli olmayan üyelerden oluşmalıdır.

- Yönetim kurulunda şartları Tebliğ'de belirlenen asgari 2 bağımsız üye bulunması zorunludur. Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olmamak üzere en az fiili dolaşımdaki pay oranını temsil edecek kadar olmalıdır. Ancak bu oranın %50 ile sınırlandırılması mümkündür. Üçüncü gruptaki şirketler ile Tebliğ'de belirtilen şartları taşıyan iş ortaklıkları için asgari bağımsız yönetim kurulu üye sayısına ilişkin muafiyetler tanınmıştır.

- Bağımsız yönetim kurulu üye seçim süreci ile ilgili olarak detaylı belirlemeler yapılmış ancak ikinci ve üçüncü gruptaki şirketlere bu hükümlerle ilgili muafiyetler tanınmıştır.

- Şirketin her türlü ilişkili taraf işlemlerinde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı

aranacaktır. Bağımsız üyelerin çoğunluğunun söz konusu işlemi onaylamaması halinde, bu durum işleme ilişkin yeterli bilgiyi içerecek şekilde kamuyu aydınlatma düzenlemeleri çerçevesinde kamuya duyurulacak ve işlem genel kurul onayına sunulacaktır. Söz konusu genel kurul toplantılarında, işlemin tarafları ve bunlarla ilişkili kişilerin oy kullanamayacakları bir oylamada karar alınarak diğer pay sahiplerinin genel kurulda bu tür kararlara katılmaları sağlanacaktır.

- Yönetim kurulu bünyesinde oluşturulacak beş adet komite belirlenmiştir ancak yönetim kurulu yapılanması gereği beş farklı komitenin oluşturulamaması durumunda Denetimden Sorumlu Komite ve Kurumsal Yönetim Komitesinin oluşturulması yeterli olacaktır. Bu durumda Aday Gösterme Komitesi, Riskin Erken Saptanması Komitesi ve Ücret Komitesi

Bağımsız yönetim kurulu üyelerine önemli işlemlerde tanınan işlemin genel kurul onayına götürülmesini engelleme imkanı ile ilişkili taraf işlemleri için aranan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı, söz konusu üyelerin halka açık şirketlerdeki temel fonksiyonunu ortaya koymaktadır.

tesinin görevleri de Kurumsal Yönetim Komitesi tarafından yerine getirilmelidir.

- Denetimden Sorumlu Komite üyelerinin tamamı, diğer komitelerin ise başkanları, bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilmelidir. İcra başkanının veya genel müdürün komitelerde görev alması mümkün değildir.

Borsa şirketleri tarafından yukarıda özetlenen Tebliğ hükümlerine uyum amacıyla gerçekleştirilmesi gereken esas sözleşme değişikliklerinin ve yönetim kurulu yapılarının, 30.06.2012 tarihinden geç olmamak üzere yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar tamamlanması zorunludur. Ancak bankalar açısından farklı bir uyum süresi belirlenmiş ve 1 yıllık ilave geçiş süresi tanınmıştır.

Seri:IV No:56 sayılı Tebliğ'in, sermaye piyasaları açısından kurumsal yönetim alanında yapılmış reform niteliğinde bir düzenleme olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Tebliğ ile bağımsız yönetim kurulu üyeliği mekanizması önem kazanmış, bağımsız yönetim kurulu üyelerine kritik görev ve sorumluluklar yüklenmiştir. Tebliğ'de belirtilen şartları haiz bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluk ya da azınlık olan herhangi bir ortağın ya da grubun menfaatlerini temsil etmeyeceği ve kararlarını verirken şirketin uzun vadeli stratejik hedeflerini, sürdürülebilirliğini dikkate alacağı varsayılmakta; bağımsız yönetim kurulu üyelerinin olası çıkar çatışmalarından uzak, objektif bir görüşle Şirket'in karar mekanizmalarına katkıda bulunması ve şirketin uzun vadeli hedeflerini gözetmesi beklenmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerine önemli işlemlerde tanınan işlemin genel kurul onayına götürülmesini engelle-

Bu reform niteliğindeki düzenleme ile getirilen bağımsız yönetim kurulu üyeliği gibi koruma mekanizmaları kurumsal yatırımcıların menfaatlerinin korunması açısından da olumlu katkılar sağlayacaktır.

me imkanı ile ilişkili taraf işlemleri için aranan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı, söz konusu üyelerin halka açık şirketlerdeki temel fonksiyonunu ortaya koymaktadır.

Hiç kuşkusuz ki bu reform niteliğindeki düzenleme ile getirilen bağımsız yönetim kurulu üyeliği gibi koruma mekanizmaları kurumsal yatırımcıların menfaatlerinin korunması açısından da olumlu katkılar sağlayacaktır. Gerek kamuyu aydınlatma gerekse pay sahipliği hakları açısından yüksek standartları benimseyen Tebliğ'in etkisiyle Borsa şirketlerinin kurumsal yönetim anlamında ulaşacağı seviyenin de, ağırlıklı olarak sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapmayı tercih eden kurumsal yatırımcıları hisse senedi piyasalarına çekmek için bir teşvik unsuru olması beklenmektedir.

Bu yazıda yer verilen görüş ve değerlendirmeler yazarın kendisine ait olup, Sermaye Piyasası Kurulu'nu bağlamaz.

KURUMSAL YATIRIMCILARIN GÖZÜYLE KURUMSAL YÖNETİM

Kurumsal yönetimin niye önemli olduğundan bahsetmeden önce, kurumsal yönetimin ne demek olduğunu açıklamak gerekir diye düşünüyorum. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği web sitesinde Ira M. Millstein'dan yapılan bir alıntıdan yola çıkılarak, "...bir şirketin, hak sahipleri ve kamuoyunun menfaatlerine zarar vermeyecek şekilde, mali kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve bu sayede de hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç yaratarak istikrar sağlamanı mümkün kılan kanun, yönetmelik ve gönüllü özel sektör uygulamaları bileşimidir," denilmektedir. Global ölçekte 440 milyar ABD doları tutarında fon yöneten, önemli kurumsal yatırımcılardan TIAA-CREF ise kurumsal yönetimi, hissedarların hakları ile şirket yönetiminin şirketi yönetirkenki ihtiyaçları arasında denge kuran mekanizmaların toplamı şeklinde tanımlamaktadır.

Söz konusu tanımlardan yola çıkılarak, kurumsal yönetim; şirket sahiplerinin/yönetiminin, şirket ile ilgili kararları alırken azınlık hissedarlarının haklarını da gözetmesi şeklinde özetlenebilir. Bu bağlamda kurumsal yönetim ilkeleri ortaya çıkmaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri de şirketin yönetiminin, azınlık hissedarları haklarını gözetmesi için oluşturulan ilkelerdir. Yapılan düzenlemelerde dört tane kurumsal yönetim ilkesi ön plana



Hüseyin Gayde, CFA
Müdür, Portföy Yönetimi
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin, azınlık hissedarlarının haklarını eşit şekilde gözetmeleri, şeffaf hareket etmeleri, yöneticilerin genel kurula hesap vermeleri ve yönetimin şirket adına yaptığı hareketlerden sorumlu olmasının, bu şirketlere olan yatırımcı ilgisini artırması beklenmelidir.

çıkılmaktadır. Bunlar; Eşitlik, Şeffaflık, Hesap Verebilirlik ve Sorumluluktur. SPK düzenlemelerinde Eşitlik ilkesi; "...şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade eder". Şeffaflık; "...ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması"dır. Hesap verebilirlik; "... yönetim kurulu üyelerinin esas itibarıyla anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğunu" ifade eder. Sorumluluk ise "... şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğu ve bunun denetlenmesi" demektir.

Kurumsal yönetimin önemi 1998 Asya krizinden sonra daha iyi anlaşılmıştır. Kriz esnasında kötü kurumsal yönetim uygulayan şirketlere yapılan yatırımlardan dolayı, gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcıların ciddi zarara uğraması, kurumsal yönetim ilkelerini ön plana çıkarmıştır. Nitekim McKinsey&Company tarafından 2002 yılında yapılan "Governance in Asia" çalışmasında uluslararası finans yayınlarında kurumsal yönetim ilkelerine yapılan atıfların 2001-2002 yıllarında kriz öncesi olan



1996-1997 yıllarına göre 10 kat arttığı tespit edilmiştir. Yine aynı dönemde OECD, kurumsal yönetim ilkelerinin başta üye ülkeler olmak üzere dünya genelinde yayılması için öncülük yapmaya başlamıştır. OECD 1998 yılında, üye ve üye olmayan ülkelere daha iyi bir kurumsal yönetim için gerekli düzenlemeler konusunda yardımcı olması amacıyla OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni yayınlamıştır.

Kurumsal yatırımcılar açısından baktığımızda, kurumsal yönetim ilkeleri teoride güzel görülmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin, azınlık hissedarlarının haklarını eşit şekilde gözetmeleri, şeffaf hareket etmeleri, yöneticilerin genel kurula hesap vermeleri ve yönetimin şirket adına yaptığı hareketlerden sorumlu olmasının, bu şirketlere olan yatırımcı ilgisini artırması beklenmelidir. Nitekim McKinsey tarafından kurumsal yöneticilere yönelik her yıl düzenli olarak gerçekleştirilen "McKinsey Surveys on International Institutional Investors and Private Equities" (1999, 2000, 2001, 2002) anketle-

rinde, uluslararası piyasalara yatırım yapan kurumsal yatırımcıların %80'inin, kurumsal anlamda iyi yönetilen şirketler için ek prim ödemeye istekli oldukları ortaya çıkmıştır.

Burada hemen aklımıza, kurumsal yatırımcıların ek bedel ödemeye hazır oldukları kurumsal yönetim ilkelerinin gerçekten de işe yarayıp yaramadığı sorusu gelmektedir. Şirketlerin, gönüllü olarak kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaları için teşviğe ihtiyaçları vardır. Bu teşvik de, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin piyasa değerlerinin bu uygulamalardan olumlu etkilenmesidir. Şanslıyız ki finans literatürü bu konuda zengin bir içeriğe sahiptir. Biz burada bir kaç çalışmayı örnek olarak vereceğiz. Bai, Liu, Lu, Song ve Zhang 2003 yılında yaptıkları bir çalışmada, Çin'deki halka açık şirketlerin piyasa değerleri ile kurumsal yönetim mekanizmaları arasında istatistiksel ve ekonomik bir ilişki olduğunu göstermişlerdir. Yapılan çalışma yatırımcıların, kurumsal anlamda iyi yönetilen şirketler için önemli bir

bedel ödemeye hazır olduklarını ortaya koymuştur. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketler de bu durumdan faydalanmaktadır. Drobotz, Schillhoffer ve Zimmermann 2004 yılında yayınladıkları bir çalışmada, Almanya Kurumsal Yönetim İlkelerini baz alan bir kurumsal yönetim derecelendirme skalası oluşturmuşlar ve halka açık Alman şirketlerinin piyasa değerleri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında olumlu bir ilişki olduğunu göstermişlerdir. Bauer, Güns-ter ve Otten (2004) ise FTSE Euro-top 300 endeksinde yer alan şirketler için Deminor Kurumsal Yönetim notunu kullanarak yaptıkları çalışmada, yüksek notun yüksek hisse senedi getirisine yol açtığını ve şirket değerini artırdığını bulmuşlardır. Beiner, Drobotz, Schmid, Zimmermann (2004) ise İsviçre'deki şirketler üzerine yaptıkları çalışmalarda, kurumsal yönetim ile şirket değerleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermişlerdir.

Finans literatürünü incelediğimizde, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların piyasa değerlerinin, bu uygulamalardan olumlu etkilendiğini görmekteyiz. Bu bağlamda, ülkemizde SPK'nın, 30/12/2011 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına Dair Tebliğ" in önümüzdeki dönemde, yurt içi firmaların piyasa değerlerini olumlu yönde etkilemesi beklenmelidir. Kurumsal yatırımcılar için bu önemli bir noktadır. Kurumsal yatırımcılar, müşterilerinin risk profillerini göz ederek, mümkün olan en iyi getiriyi sağlamayı amaçlar. Yatırım yapılan şirketlerin piyasa değerlerindeki olumlu artışlar, bu amaca ulaşılmasına hizmet edecektir.

Yatırım Fonlarında Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Türkiye’de Gerçekleştirilen İlk Anket Çalışması

Türkiye’deki yatırım fonu organizasyonlarında kurumsal yönetim uygulamaları konusunda bir anket çalışması gerçekleştirilmiştir. Örneklem grubu, yatırım fonu toplam değeri açısından Mayıs 2010 itibarıyla pazar payı %0,02’nin üzerinde bulunan kurucular ve fonlarıdır. **Bu çalışma Türkiye’de bu konuda gerçekleştirilen ilk anket niteliğini taşımaktadır.**

21’i banka, 22’si aracı kurum ve 1’i sigorta şirketi olmak üzere toplam 44 kuruluş tarafından kurulan 333 adet yatırım fonunun, toplam 196 adet fon kurulu üyesine anket gönderilmiştir. Araştırma, 196 fon kurulu üyesinden 106’sının verdiği cevaplarla ilişkin sonuçları yansıtmakta olup, fonlar bazında bakıldığında ankete katılım sağlayan fon kurulu üyelerinin yönetiminde bulunduğu yatırım fonlarının pazar payı %98’dir. Araştırmaya katılan fon kurulu üyelerinin %79’u erkek, %21’i bayan olup %55,7’si lisans, %44,3’ü ise yüksek lisans ve doktora düzeyinde eğitim görmüştür. Fon kurulu üyelerinin %46,2’si 31-40 yaş grubunda, %46,2’si 41-50 yaş grubunda ve %6,6’sı 51-60 yaş grubundadır. Araştırmaya katılan fon kurulu üyelerinin %25,5’i 1-5 görev yılı grubunda, %26,4’ü 6-10 görev yılı grubunda, %29,2’si 6-10 görev yılı grubunda ve %18,9’u 16 ve üzeri görev yılı grubunda yer almaktadır.

Bu çalışmada yer alan, yatırım fonlarının yönetim ve organizasyonlarında kurumsal yönetim uygulamaları (bağımsız fon kurulu üyeliği, alınan ek ücretler, risk yönetimi, grup şirketleri ile ilişkiler) konusundaki



sorular ile ilgili sonuçlar aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

1) Fon Kurulu Üyelerinin İstihdamı

Araştırmaya katılan fon kurulu üyelerinin %63,2’si (67 kişi) kurucudan (banka, aracı kurum, sigorta şirketi), %34,9’u (37 kişi) yalnızca “yönetici” sıfatını taşıyan aracı kurumdan ya da portföy yönetim şirketinden ve %1,9’u (2 kişi) kurucunun yönetici dışındaki bir iştirakinden maaş almaktadır. **Tablo 1**

Fon Kurulu Üyesinin Maaş Aldığı Kurum	N	%
Kurucu	67	63,2
Yönetici	37	34,9
İştirak	2	1,9
Toplam	106	100,0

2) Fon Kurulu Üyeliği İçin Ayrı Bir Ücret Alınması

Araştırmaya katılan fon kurulu üyelerinden yalnızca bir kişi (%0,9) fon kurulu üyeliği için ayrı/ek bir ücret aldığını ifade etmiştir. Fon kurulu üyelerinin %99,1’i (105 kişi) bu görevleri için ayrı bir ücret almamaktadırlar.

3) Fon Kurulunda Bağımsız Üye

Araştırmaya katılan kurumların fon kurullarında bağımsız üye bulunmamaktadır. Ankette bağımsızlık, “Kurucu, yönetici ve bunların iştiraki, bağlı kuruluşu ve grup içi şirketlerden biri ile kendisi, eşi ve üçüncü dereceye kadar kan ve sıhrî hısımları arasında son iki yıl içinde istihdam, sermaye veya ticaret anlamında doğrudan veya dolaylı bir menfaat ilişkisinin kurulmamış olması.” şeklinde tanımlanmıştır. **Tablo 2**

Bağımsız Fon Kurulu Üyesi	N	%
Hayır	106	100,0

4) Fon Paylarının Satışı İçin Başka Aracı Kuruluşlarla Anlaşma Yapılması (Open Architecture in Fund Distribution)

Araştırmaya katılan fon kurulu üyelerinin %52,8’i (56 kişi) bağılı olunan grubun banka ve aracı kurumu dışında başka bir aracı ile fon paylarının satışı için anlaşma yapıldığını, %47,2’si (50 kişi) ise yapılmadığını ifade etmiştir. Yapılan ek açıklamalardan, bu anlaşmaların yeni yapıldığı, fon payı alım satım işlemlerinin ancak %1-2’lik kısmının diğer aracı

kuruluşlar üzerinden gerçekleştirildiği, ancak koruma amaçlı ve garantili fonlarda bu oranın daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır. **Tablo 3**

Fon Paylarının Diğer Aracı Kuruluşlar Tarafından Satılabilirliği	N	%
Evet	56	52,8
Hayır	50	47,2
Toplam	106	100,0

5) Fon Portföyündeki Kıymetlerin Alım Satımı İçin Grup Dışı Aracı Kuruluşlarla Anlaşma Yapılması

Araştırmaya katılan fon kurulu üyelerinin %75,5'i (80 kişi), yönetimlerindeki fonların portföylerindeki sermaye piyasası araçlarının alım-satımı için aracılık hizmeti alınan aracı kuruluşların tümünün aynı sermaye grubuna ait olduğunu, %24,5'i (26 kişi) ise grup dışı aracı kuruluşlardan da hizmet alındığını ifade etmiştir.

Tablo 4

Fon Portföyü İçin Aracılık Hizmeti Alınan Aracı Kuruluşların Tümü Aynı Sermaye Grubuna mı Ait?	N	%	Yığılımlı %
Evet	80	75,5	75,5
Hayır	26	24,5	100,0
Toplam	106	100,0	

6) Risk Yönetim Sistemi

Araştırmaya katılan fon kurulu üyelerinin %55,7'si (59 kişi), yönetimlerindeki fonlar için, piyasa riskinin "Riske Maruz Değer" bazlı ölçüldüğü risk ölçüm modelini içeren bir risk yönetim sisteminin mevcut olduğunu, %44,3'ü (47 kişi) ise bu nitelikteki bir risk yönetim sisteminin mevcut olmadığını ifade etmiştir. **Tablo 5**

7) Dışarıdan Alınan (Outsource) Hizmet ve Fonksiyonlar

Araştırmaya katılan fon kurulu üye-

Tablo 5: Risk Yönetim Sisteminin Mevcudiyetine Göre Dağılım

Risk Yönetim Sistemi Mevcut mu?	N	%	Yığılımlı %
Evet	59	55,7	55,7
Hayır	47	44,3	100,0
Toplam	106	100,0	

lerinin %73,6'sı (78 kişi), yönetimlerindeki fonlarda, tüm hizmet ve fonksiyonların kurucu ve yönetici tarafından karşılandığını, %8,5'u (9 kişi) yalnızca teknik altyapı hizmetinin, %10,24'ü muhasebe ya da operasyonel hizmetlerin, %7,5'i (8 kişi) ise tüm muhasebe ve operasyonel hizmetlerin dışarıdan tedarik edildiğini ifade etmişlerdir. **Tablo 6**

Tablo 6: Dışarıdan Alınan Hizmet ve Fonksiyonların Varlığına Göre Dağılım

Dışarıdan Alınan Hizmet ve Fonksiyonlar	N	%	Yığılımlı %
Yok	78	73,6	73,6
Sadece teknik altyapı	9	8,5	82,1
Muhasebe ya da operasyon	11	10,4	92,5
Tüm operasyon ve muhasebe	8	7,5	100,0
Toplam	106	100	

Araştırma sonuçları, fon kurullarında kurucu banka ve aracı kurumların %63,2 oranı ile üye ağırlığına sahip olduklarını ve bu ek görev ve sorumlulukları için ayrı ücret almadıklarını ortaya koymaktadır. Ayrıca, veriler, fon paylarının pazarlama ve dağıtımında fon kurucusu banka ve aracı kurumların asıl dağıtım kanalı olduklarını, diğer banka ve aracı kurumların dağıtım kanalı olarak kullanımının ise %1-2 gibi sembolik düzeylerde kaldığını göstermektedir.

Fon operasyonlarını yapan, pay alım satımına aracılık ve aracılık hizmeti alınan kuruluşların aynı kurum ya da aynı finansal grup içinde yer alan ilişkili şirketler olması Türk

Araştırma sonuçları, fon kurullarında kurucu banka ve aracı kurumların %63,2 oranı ile üye ağırlığına sahip olduklarını ve bu ek görev ve sorumlulukları için ayrı ücret almadıklarını ortaya koymaktadır.

fon sektöründe çıkar çatışması riskini artırmaktadır. **Araştırma verileri, Türk fon sektöründe, fon kurullarında bağımsız üye bulunması gibi kurumsal yönetim uygulamalarına yer verilmediğini, bu konuda yasal zorunluluk bulunmamasının bunda etkili olduğunu ortaya koymaktadır.**

Öte yandan, fonlar için piyasa riskinin Riske Maruz Değer bazlı ölçüldüğü risk ölçüm modelini de içeren bir risk yönetim sisteminin mevcut olduğuna ilişkin %55,7'lik oran, 2007 ve 2008 yıllarından itibaren satışına izin verilen yeni fon türlerinden koruma amaçlı ve garantili fonlar ile Türk hedge fonları olarak tasarlanan serbest fonlar için getirilen yükümlülüklerin, genel olarak fon organizasyonlarında risk yönetim sistemlerinin oluşturulması sürecini önemli ölçüde hızlandırdığını göstermektedir.

Kaynak : Taliye YEŞİLÜRDÜ (2011). Avrupa Birliği'ne Uyum Düzenlemeleri Çerçevesinde Dönüşüm Sürecindeki Kolektif Portföy Yönetimi (Yatırım Fonları) Sektörünün Kurumsal Yönetim ve Organizasyon Yapısı Açısından İncelenmesi, Marmara Üniversitesi, S.B.E., Yüksek Lisans Tezi.



FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 1. ÇEYREK / 2012

İLK ÇEYREKTE AVRUPA'DAKİ BORÇ PROBLEMİ TAKİP EDİLİRKEN, YATIRIM ARACI KISA VADELİ HAZİNE BONOSU VE REPO

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği "Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi"ne göre, geçen yılın son çeyreğinde olduğu gibi 2012'nin ilk çeyreğinde de Avrupa'da ağırlaşan borç probleminin etkilediği ülkelerin durumu, piyasalardaki seyri belirleyecek en önemli etken olarak görülüyor. İlk çeyrekte yatırım aracı seçiminde net bir tercih var: Kısa vadeli hazine bonosu/repo. Fon yöneticileri için bu çeyrekte başlıca göstergeler ise döviz kuru, enflasyon ve cari açık olacak.

Fon yöneticileri Avrupa'daki borç sorununa ilişkin gelişmeleri izliyor

Piyasalarda belirleyici olacak etken	%	Kişi
Emtia piyasalarındaki volatilité	-	-
Ekonomik durgunluk belirtileri	11	3
Avrupa'daki sorunlu ekonomilerin durumu	78	21
FED politikaları	-	-
TCMB para politikası kararları	11	3
Ortadoğu'daki gelişmeler	-	-
Diğer		

"Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi", yılın ilk çeyreğinde Avrupa'daki sorunlu ekonomilerin durumunun piyasaların yönünde en fazla belirleyici etken olacağını gösterdi. 27 fon yöneticisinin katıldığı ankette, katılımcıların %78'i öncelikle Avrupa'daki gelişmeleri takip ettiğini belirtti.

İlk çeyreğin yatırım aracı kısa vadeli hazine bonosu ve repo

Yatırım aracı hangisi olur?	%	Kişi
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	82	22
Hisse senedi	-	-
Altın	7	2
Uzun vadeli tahvil	-	-
Euro/dolar	-	-
Emtia	-	-
Diğer	11	3

Ankete katılan fon yöneticilerinin yatırım tercihlerinde geçen yılın son çeyreğinin aksine bu yılın ilk çeyreği için net bir sonuç ortaya çıktı. Fon yöneticilerinin %82'si ilk çeyreğin yatırım aracının kısa vadeli hazine bonosu/repo olduğunu belirttiler.

En iyi performansı ABD piyasası gösterecek

Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?	%	Kişi
ABD	52	14
Avrupa	-	-
Asya	22	6
Gelişmekte olan piyasalar	15	4
BRIC ülkeleri	7	2
Latin Amerika	4	1
Diğer	-	-

Geçen yılın son çeyreğinde, 2012 yılında gelişmekte olan piyasaların öne çıkacağını düşünen fon yöneticileri, yılın ilk çeyreğine yönelik ankette bu kez ABD piyasasına işaret etti. Katılımcıların yüzde 52'si, bu yıl ABD piyasasının en başarılı performansı göstermesini bekliyor. Yüzde 22'lik kısım Asya piyasalarına şans verirken, gelişmekte olan piyasaların iyi performans göstereceğini düşünenler yüzde 15'te kaldı.

Cari açık ve büyüme verileri izlenecek

En çok hangi ekonomik gösterge takip edilecek?	%	Kişi
Enflasyon	30	8
Büyüme	7	2
Cari açık	30	8
Döviz kuru	33	9
Bütçe açığı	-	-
Petrol fiyatları	-	-
Diğer	-	-

Fon yöneticilerinin ilk çeyrekte takip edecekleri ekonomik göstergelerin başında döviz kuru yer alırken, onu enflasyon ve cari açık takip etti. Geçen yılın son çeyreğinde en fazla takip edilecek göstergelerden olan büyüme bu çeyrekte az sayıda fon yöneticisinin radarında görünüyor.

YATIRIM ARAÇLARI İLK ÇEYREK BEKLENTİLERİ

Gösterge bono faizi

Gösterge faiz	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK %
Ortalama tahmin	11,24	10,40	12,51

TCMB politika faiz oranı

TCMB politika faizi	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK %
Ortalama tahmin	6,36	5,76	6,80

İMKB-100 endeksi

İMKB-100	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	49,806	44,846	55,510
2011 4. Çeyrek kapanışı: 51,266.62			

ABD Doları/TL kuru

USD/TL	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	1,89	1,81	1,98

Euro/TL kuru

EUR/TL	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	2,40	2,29	2,52

Döviz Sepeti

Döviz Sepeti	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	2,14	2,05	2,25

1. Çeyrekte Bazı Yatırım Araçlarının Yönü

Brent Petrol

	%	Kişi
Yükselir	48	13
Düşer	19	5
Değişmez	33	9

Altın

	%	Kişi
Yükselir	30	8
Düşer	26	7
Değişmez	44	12

1. çeyrekte likit fonlar ve tahvil-bono fonları tavsiye edilecek

Beklenti anketinde, fon yöneticileri yılın ilk çeyreğinde tavsiye edecekleri üç fon tip ve türünü sıraladılar. Buna göre, 14 katılımcının listesinde B Tipi Likit Fon, 10'ar katılımcının listesinde B Tipi Tahvil Bono Fonu ve B Tipi Kısa Vadeli Tahvil Bono Fonu tavsiye edildi. 11 katılımcı B Tipi Likit Fonu listesinin ilk sırasına koydu.

Borsada perakende ve telekomünikasyon sektörleri öne çıkacak

Fon yöneticilerinin geçen yıl boyunca favorisi olan bankacılık ve gayrimenkul sektörleri bu yılın ilk çeyreğinde yerini perakende ve telekomünikasyon sektörlerine bıraktı. Anketin ilgili sorusuna cevap vererek, tercih ettiği üç sektörü sıralayan 24 katılımcıdan 12'si perakende sektörünü, 11'i ise telekomünikasyon sektörünü listesine koydu. Perakende sektörünü 6 kişi, telekomünikasyon sektörünü 5 kişi listesinin ilk sırasında belirtti. Savunma, banka ve gayrimenkul sektörlerine daha az sayıda katılımcı tarafından listelerinin ilk sırasında yer verildi.

Anket katılımcılarının kurumları:

Ak Portföy Yönetimi A.Ş.	Halk Portföy Yönetimi A.Ş.
Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.	HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.
Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Ata Portföy Yönetimi A.Ş.	İş Portföy Yönetimi A.Ş.
Camiş Menkul Değerler A.Ş.	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Eczacıbaşı Portföy Yönetimi A.Ş.	Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.	Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.	Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.



Yatırım fonları sınıflandırma kriterlerinde değişiklik

Türkiye’de kurumsal yatırımcıların gelişmesi, kurumsal yatırımın geniş kitlelere yayılması ve tanıtılmasını misyon edinen Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği’nin (TKYD) sektörün ihtiyaçlarına yönelik

olarak önderlik ettiği çalışmalar kapsamında, son yıllarda Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) düzenlemeleri ile ürün çeşitliliği sağlanmaya başlandı ve ülkemizin en önemli ihtiyaçlarının başında gelen kurumsal sermaye birikimi için çok önemli adımlar atıldı.

İşte sektörün özellikle uluslararası standartlara ulaşmasında önemli adımlardan biri olan “**Kolektif Yatırım Araçları Sınıflandırması**” dört yıllık uzun bir bekleyişin ardından SPK tarafından uygun bulunarak yürürlüğe girdi.

TKYD Kolektif Yatırım Araçları Sınıflandırması



TKYD tarafından hazırlanarak ilk kez Mart 2008'de SPK'ya sunulan çalışma geçen süreçte, mevzuattaki ve fon kriterlerindeki değişikliklere bağlı olarak birkaç kere revize edildi. **TKYD Sınıflandırma – Derecelendirme Komitesi** tarafından yapılan son düzenlemeler, SPK önerileri, ve yeni çıkan ürünleri de kapsayacak şekilde revize edilen çalışma, 2011 Aralık ayında tekrar SPK'ya iletildi.

Avrupa Birliği fon sınıflandırması esaslarına ve yeni düzenlemeler paralelinde hazırlanan çalışmada yatırım fonlarının dışında emeklilik fonları, alternatif ürünler de ele alındı. İlk etapta yatırım fonları sınıflandırma kriterleri uygulaması için SPK tarafından düğmeye basıldı. Tüm kolektif yatırım araçları ele alınarak fon sınıflandırmasının uygulanması, sektörün daha iyi tanınması ve fon büyüklüğünün uluslararası standartlara ulaşmasında önemli rol oynayacak.

Sınıflandırmadan sonra ikinci aşama olarak çalışmalarına başlanan Fon Derecelendirme çalışması da, tamamlanarak SPK'nın görüşüne sunulacak.

YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRMASI

TKYD tarafından hazırlanan "**Yatırım Fonlarının Sınıflandırma Kriterleri**"ne ilişkin düzenleme, SPK'

nın 26-30/12/2011 tarihli haftalık bülteninde açıklanan 29.12.2011 tarih ve 44/1174 sayılı kararı ile uygun bulundu.

Bu sınıflandırma ile, mevcut düzenlemelerde yer alan fon türleri (*hisse senedi fonu, tahvil ve bono fonu, de€iflken fon, likit fon vs.*) ve tiplerinde (*A Tipi ve B Tipi*) herhangi bir değişikliğe gidilmeksizin, yatırım fonlarının yatırım stratejilerinin yatırımcılar tarafından daha iyi anlaşılabilmesi ve benzer yatırım stratejisine sahip fonların getirilerinin ve giderlerinin daha etkin bir şekilde karşılaştırmasının yapılabilmesi açısından faydalı olacağı ve böylelikle yatırım fonu sektöründe rekabeti artırabileceği düşünülüyor.

Ayrıca fonların hangi sınıfa girdiği bilgisinin belirli bir standartta kamuya sunulmasının, bağımsız kurumlar tarafından fonların derecelendirilmesi uygulamasını da yaygınlaştırması bekleniyor.

TKYD YETKİLENDİRİLDİ

Bu sınıflandırma kapsamında, fon içtüzük ve izahnamelerinde herhangi bir değişiklik yapılmasına gerek olmayacak. Sınıflandırmanın takibi TKYD tarafından yapılacak.

Ayrıca fonların hangi sınıfa girdiği bilgisinin belirli bir standartta kamuya sunulmasının, bağımsız kurumlar tarafından fonların derecelendiril-

mesi uygulamasını da yaygınlaştırması beklenmektedir.

TKYD tarafından fonların sınıflarının tespit edilebilmesi için, mevcut yatırım fonlarının karşılaştırma ölçütleri TKYD'ye bildirildi. Fon kurucuları tarafından bildirilen karşılaştırma ölçütlerine göre oluşturulan tüm fonlar bundan sonra TKYD web sitesi www.tkyd.org.tr de yayınlanacak.

Yeni uygulama gereği, karşılaştırma ölçütlerinde yapılacak değişiklikler ile paylarını ilk defa ihraç edecek fonların karşılaştırma ölçütlerinin izahnamenin tescilini takip eden beş iş günü içerisinde TKYD'ye bildirilmesi gerekiyor.



Fatih Arabacıoğlu
TKYD Sınıflandırma
Derecelendirme Komitesi Başkanı

YATIRIM FONLARI



YATIRIM FONLARININ SINIFLANDIRILMASI KRİTERLERİ

1. PARA PİYASASI FONLARI: Karşılaştırma ölçütünde ağırlıklı olarak 0 - 90 gün vadeli kıymet ve işlemlere ilişkin endeksler olan fonlar

1.1 LİKİT FONLAR: Karşılaştırma ölçütünün ağırlıklı vadesi 0 - 45 gün olan fonlar

1.2 KISA VADELİ BONO FONLARI: Karşılaştırma ölçütünün ağırlıklı vadesi 45 - 90 gün olan fonlar

2. TAHVİL – BONO FONLARI: Karşılaştırma ölçütünde en az %80 ağırlığında tahvil-bono endeksleri olan fonlar

2.1 TAHVİL-BONO FONLARI: Karşılaştırma ölçütünün ağırlıklı vadesi 90 - 365 gün olan fonlar

2.2 UZUN VADELİ TAHVİL-BONO FONLARI: Karşılaştırma ölçütünün ağırlıklı vadesi 365 günden uzun olan fonlar

2.3 ENDEKSİLİ TAHVİL-BONO FONLARI: Bir endeksi takip eden fonlar

2.4 ÖZEL SEKTÖR TAHVİL-BONO FONLARI: Karşılaştırma ölçütünde

en az %51 ağırlığında özel sektör borçlanma araçlarına ilişkin endeksler olan fonlar

3. KARMA FONLAR: Karşılaştırma ölçütünde en fazla %74.99 ağırlığında hisse senedi endeksleri olan fonlar

3.1 DENGELİ KARMA FONLAR: Hisse senedi endeksi ağırlığı % 20.01 - 50 arasında olan fonlar

3.2 HİSSE KARMA FONLAR: Hisse senedi endeksi ağırlığı % 50.01 - 74,99 arasında olan fonlar

4. HİSSE SENEDİ YOĞUN FONLAR: Karşılaştırma ölçütünde en az %75 ağırlığında hisse senedi endeksi olan fonlar

4.1 ENDEKSİLİ HİSSE SENEDİ FONLARI: Bir endeksi takip eden fonlar

4.2 UZMANLAŞMIŞ HİSSE SENEDİ FONLARI: Belirli bir sektörü takip eden fonlar

4.3 AGRESİF HİSSE SENEDİ FONLARI: Portföyünde en az %100 hisse pozisyonu bulunan fonlar

4.4 HİSSE SENEDİ FONLARI: Yukarıdakilerden hiçbirine girmeyen fonlar

5. ULUSLARARASI FONLAR:

Karşılaştırma ölçütünde en az %51 ağırlığında döviz cinsinden varlık endeksleri olan fonlar

5.1 ULUSLARARASI HİSSE FONLAR: Karşılaştırma ölçütü ağırlığında en az %75 yabancı hisse senedi endeksi olan fonlar

5.2 ULUSLARARASI TAHVİL BONO FONLARI: Karşılaştırma ölçütünde yabancı hisse senedi endeksi olmayan fonlar

5.3 ULUSLARARASI KARMA FONLAR: Karşılaştırma ölçütünde hem yabancı hisse senedi endeksleri hem de döviz cinsinden diğer varlıklara ilişkin endeksler bulunduran fonlar

6. ESNEK FONLAR: Herhangi bir karşılaştırma ölçütü olmayan veya karşılaştırma ölçütünü fon portföyünden bağımsız olarak belirleyen (ters pozisyon alan fonlar için geçerlidir) tüm fonlar

7. ÖZEL FONLAR: Belirli kişi ya da kurumlar için kurulan fonlar

8. FON SEPETİ: Diğer fonlara yatırım yapan fonlar

9. EMTİA FONLARI: Karşılaştırma ölçütünde en az %51 ağırlığında altın ve benzeri emtia endeksleri olan fonlar

TUTTUĞUNUZ
FON
ALTIN
OLSUN

Hem alım satım kolaylığı hem de küçük miktarlarda yatırım imkânı sunan
HSBC Yatırım B Tipi Altın Fonu HSBC'de!

Arayın - 444 0 111

Tıklayın - www.hsbc.com.tr

Ziyaret edin - HSBC Bank Şubeleri

HSBC 

HSBC Bank A.Ş. tarafından yayımlanmıştır. Tüm HSBC Bank A.Ş. şubeleri, HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş. acentesi olup HSBC Bank A.Ş. şubeleri ve Express Barikacılık Kanalları aracılığıyla alım satımı yürütülen yatırım fonlarının yönetimi HSBC Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından yapılmaktadır.



2012'nin İlk Yarısı Zor Olacak

Mali birlik konusunda sınırlı da olsa ilerleme kaydedileceği ve 2013 yılında ekonomide iyileşmenin görüleceği baz senaryo olarak dikkate alınırken, beklentilerimizde aşağı yönlü riskler büyük ölçüde Avrupa'daki gelişmelerin kötüleşmesine paralel şekillenecektir.

2012 yılına girerken geçtiğimiz yıl çözüme ulaşmayan birçok konu, risk unsuru olarak karşımıza çıkmaya devam etmektedir. Politika yapıcılar ve Merkez Bankaları tarafından atılan olumlu adımlara karşın, Avrupa Bölgesi'nde sorunların çözüldüğünü söylemek henüz mümkün değildir. Bu noktada küresel piyasaların gündemini, sı-

layacak olduğumuz üç önemli konunun belirleyeceğini belirtmek yanlış olmayacaktır.

Bunlardan birincisi, Avrupa'da bütçe ve borç sorunlarına uzun vadeli çözüm arayan ülkelerle kısa vadede çözüm bekleyen finansal piyasalar arasındaki fikir farklılığının fiyatlamalara nasıl yansıtacağı iken ikincisi, Avrupa Bölgesi'nde yaşa-

nan problemlerin diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere etkisinin ne boyutta olacağıdır. Ayrıca, Avrupa İstikrar Mekanizması'nın (ESM) 500 milyar Euro üst limit ile 2012 ortalarında devreye girmesi, IMF kaynaklarının 200 milyar Euro artırılması ve mali birlik yolunda ülkelerin gerek hukuki değişiklikler gerekse de parlamento onaylarıyla alması gereken kararların piyasalar tarafından ne

derece tatmin edici bulunacağı da, 2012'nin gündemini oluşturacak maddeler arasında yer almaktadır.

Kısa vadede 2012 yılında Avrupa tarafında özellikle periferi ülkelerinde alınan mali tedbir kararlarıyla ekonomik aktivitenin daralması öngörülmektedir. Mali birlik konusunda sınırlı da olsa ilerleme kaydedileceği ve 2013 yılında ekonomide iyileşmenin görüleceği baz senaryo olarak dikkate alınırken, beklentilerimizde aşağı yönlü riskler büyük ölçüde Avrupa'daki gelişmelerin kötüleşmesine paralel şekillenecektir.

ABD tarafında ise 2012 yılında FED'in istihdamı ve büyümeyi desteklemek için likidite sağlamayı sürdürmesi ve gerek alınmış gerekse alınması olası mali tedbirler ışığında faizleri düşük, bilançosunu ise büyük tutmaya devam etmesi söz konusudur. Son dönemde ABD'de açıklanan işsizlik oranının Kasım ayında %8,6'ya gerileyerek Mart 2009'dan bu yana en düşük seviyeye gelmesi, öngörülenden iyi gelen tüketici güveni verisi, imalat sanayi endekslerindeki artışlar ve konut verilerindeki iyileşmenin 2012 yılı için açıklanacak olan verilerde devam etmesi piyasalara olumlu yansıtılabilir. Şimdilik Avrupa'daki problemlerin ABD ekonomisine yansımaları beklenenden daha az ve sınırlı olmuştur ama yakından takip etmek gerekmektedir.

Bunun yanında gelişmekte olan ülkelerden Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in önümüzdeki dönemdeki büyümelerinin gelişmiş ülke ekonomilerinin yavaşlaması senaryosu altında dünya büyümesinde katalizör olması beklenmektedir. Hindistan hisse senedi piyasasının yabancı yatırımcıya açılacak olması, politik diğer inisiyatiflerin getirilebileceğine dair inancı arttırmıştır. Buna ek olarak Brezilya'nın dünyanın en büyük altıncı ekonomisi olarak görülen



Mehmet Korkut Bayraktar
Araştırma Müdürü
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

İngiltere'yi geçmiş olması BRIC ülkelerine dair beklentileri güçlendirecektir.

2012 yılında ABD başta olmak üzere Almanya, Fransa ve İran'da yapılacak kritik seçimler piyasaların yön bulmasında önemli rol oynayacaktır. Bunun yanında 2011 yılından miras kalan Arap Baharı'nın yansımaları yakından izlenecektir. Tunus, Mısır ve Libya'da gerçekleşen sivil devrimlerin ardından bu ülkelerde kurulacak yeni yönetimlerin başarısı ile kurulacak rejimlere oluşabilecek tepkiler, 2012 senesinin önemli gündem maddeleri içerisinde yerini alacaktır.

2012 Türkiye Profili

Gündemimizi oluşturan cari açığın önümüzdeki dönemde hangi hızla azalacağı, artmakta olan enflasyonun ne zaman tepe noktasını göreceği, Avrupa kaynaklı gerek dış ticaret kanalı ile gerekse bankaların sermayelendirilmeleri sürecinde Türkiye'nin yabancı para fonlama ihtiyacının nasıl karşılanacağı, 2012 yılının gündemini oluşturacak unsurlar olacaktır. Bunlara ek olarak küresel risk algılamalarının TL üzerindeki baskısının, enflasyon ve Merkez Bankası politikası duruşunu nasıl şekillendireceği ise piyasalara

yön verecektir.

Merkez Bankası önlemleri neticesinde artan kredi faizleri ve sonucunda yavaşlaması beklenen tüketim harcamalarının, 2011 yılının son çeyreğinden başlayarak 2012 yılında cari açığa aşağı yönlü düzeltmeyi sağlamasını beklemekteyiz. Ancak bu noktada küresel risk iştahı, Avrupa krizinde intizamlı bir çözüme gidilmesi konusunda atılacak adımlar cari açığın finansmanı açısından önem verilmesi gereken risk unsurları olarak karşımıza çıkmaktadır. 2012 yılı içerisinde cari açığı düzeltmeyi yansıtan veri akışı, piyasalar tarafından olumlu karşılanacaktır.

2011 yılını çift haneli tamamlayan enflasyonun, 2012 yılının ilk çeyreğinde baz etkisinin yanı sıra kurdaki artış nedeniyle yapılan fiyat ayarlamaları ve gıda fiyatlarındaki yüksek

Son dönemde ABD'de açıklanan işsizlik oranının Kasım ayında %8,6'ya gerileyerek Mart 2009'dan bu yana en düşük seviyeye gelmesi, öngörülenden iyi gelen tüketici güveni verisi, imalat sanayi endekslerindeki artışlar ve konut verilerindeki iyileşmenin 2012 yılı için açıklanacak olan verilerde devam etmesi piyasalara olumlu yansıtılabilir.

*Küresel risk iştahı,
Avrupa krizinde
intizamlı bir çözüme
gidilmesi konusunda
atılacak adımlar
cari açığın finansmanı
açısından önem
verilmesi gereken
risk unsurları olarak
karşımıza çıkmaktadır.
2012 yılı içerisinde
cari açığındaki
düzeltmeyi yansıtan
veri akışı, piyasalar
tarafından olumlu
karşılacaktır.*

seviyelerin korunması sebebiyle bir miktar daha yükseldikten sonra yavaşlayan ekonomik büyüme ve kur geçişkenliğinin azalması ile birlikte ivme kaybetmesini öngörmekteyiz. Geçen yılı %8'in üzerinde büyüme ile potansiyel büyümesini aşarak kapatması beklenen Türkiye ekonomisinin 2012 yılında, Avrupa'da yaşanan borç krizinin ihracatımızı olumsuz etkilemesi, Merkez Bankası'nın sıkılaştırma politikası sonucunda kredi maliyetlerinin artması ve iç talepteki yavaşlama nedenleriyle hız kaybederek %2-3 seviyelerinde büyüyeceğini tahmin etmekteyiz.

Avrupa'da yaşanan borç sorunlarının kontrolden çıkma riskine ek olarak bölgedeki bankaların yeniden sermayelendirilme ihtiyacının, yabancı fonlama kaynaklarına erişimde sorun yaratabileceğini ve bu süreç içinde Merkez Bankası'nın sıkı para politikasına devam edeceğini

öngörmekteyiz. Bu doğrultuda 2012 yılında Merkez Bankası, almış olduğu önlemlerin döviz kuru, kredi büyümesi, enflasyon ve büyüme tarafındaki etkilerini yakından izlemeye ve aktif bir politika uygulamaya devam edecektir.

2012'de Öne Çıkacak Yatırım Stratejisi

Son dönemde enflasyondaki yükseliş ve Merkez Bankası'nın para politikasını sıkılaştırması nedeniyle devlet tahvil faizlerinde yükseliş yaşanmıştır. 2012'nin ilk aylarında sabit getirili enstrümanlara olan talebin sınırlı kalması, faizlerde yukarı yönlü hareketin devamına neden olabilir. Buna ek olarak TL'den kaynaklanan geçişkenlik, zamlar ve artan gıda grubu fiyatları ile yükselen enflasyon beklentileri, faizler üzerinde diğer artırıcı yöndeki risk unsurlarıdır. Bu noktada, faiz seviyelerinde oluşmasını beklediğimiz baskı sonucu gösterge tahvilin faizinde olası yükselişlerde, yılın ikinci yarısında geri çekilmesini beklediğimiz enflasyon ışığında alım fırsatları değerlendirilebilir.

Merkez Bankası'nın sıkı para politikasına enflasyon beklentilerinde bir iyileşme görene kadar devam etmesini beklediğimiz senaryo altında, mevduatın getirisi orta vadede diğer yatırım araçlarına göre daha cazip olmaya devam edebilir. Buna ek olarak küresel piyasalardaki belirsizlik ortamında, portföyde mevduata ağırlık verilmesi riskten korunma anlamında faydalı olacaktır.

Özel sektör tahvil ihraçlarının devlet tahvillerine göre sunmuş olduğu yüksek getiriden faydalanmak amacıyla uygun koşullar oluştuğunda, sektör tercihi gözeterek, ilgili tahvillere yatırım yapılabilir. Özellikle sermaye yapısı güçlü bankaların ve bankaların finansal iştiraklerinin çıkartacağı özel sektör tahvilleri cazip yatırım fırsatları yaratabilmektedir.

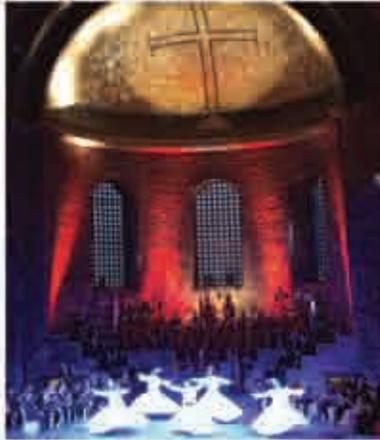
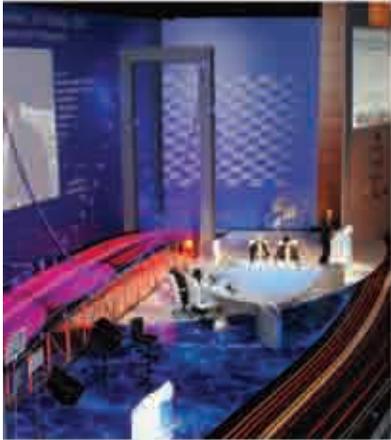
Türk hisse senetleri çarpan bazında tarihsel ortalamasına göre bir miktar ucuzlayarak cazip Fiyat/Kazanç oranlarına gerilemiş bulunsa da, 2012 yılında Avrupa'da yaşanan borç krizi sebebi ile temkinli yaklaşım sürmektedir. Bu nedenle hisse senedi piyasasının dalgalı seyrinin devamını beklemekteyiz. Ancak Avrupa'da sorunun çözümüne yönelik piyasayı tatmin edecek somut adımlar atıldığı takdirde risk iştahı artacağından, zaten ucuz olan hisse senedi piyasalarında yukarı yönde sert hareketler gerçekleşebilir.

Küresel anlamda reel faiz oranlarının negatif olarak seyrettiği ve Avrupa Birliği'nin en azından parasal anlamda sorunlu olduğu ve özellikle Merkez Bankaları'nın altında net alıcı konumuna geçtikleri bir ortamda, altın fiyatlarında 2012 yılında da artış görmemiz muhtemeldir.

*Türkiye ekonomisinin
2012 yılında,
Avrupa'da yaşanan
borç krizinin
ihracatımızı olumsuz
etkilemesi,
Merkez Bankası'nın
sıkılaştırma politikası
sonucunda kredi
maliyetlerinin artması
ve iç talepteki
yavaşlama nedenleriyle
hız kaybederek
%2-3 seviyelerinde
büyüyeceğini tahmin
etmekteyiz.*

Uluslararası düzeyde etkin ve güvenilir bir iş ortağına ihtiyacınız varsa...

KONGRELER ve KONFERANSLAR • KURUMSAL TOPLANTILAR
ÖZGÜN LANSMAN TOPLANTILARI • ÖZEL SEYAHAT ORGANİZASYONLARI



Şehit Muhtar Caddesi No:17 Özerk İşhanı Kat:2/3 Taksim 34437 İstanbul
Tel: (0212) 254 32 30 pbx. Fax: (0212) 254 27 83 - 235 01 77
E-mail: visitur@visitur.com.tr Web: www.visitur.com.tr

IAPCO



site



eventia

ASTA

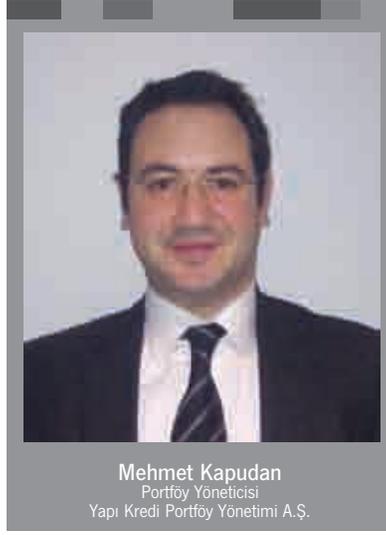


TÜRSAB

Bireysel emeklilik yatırımcılarına tek fon içerisinde tamamı temettü veren şirketlere yatırım yapma imkanı veren Yapı Kredi Emeklilik İMKB Temettü Endeksi Emeklilik Yatırım Fonu

Yapı Kredi Emeklilik'in en yeni ürünleri arasında yer alan Yapı Kredi Emeklilik İMKB Temettü Endeksi Emeklilik Yatırım Fonu ilk defa bireysel emeklilik yatırımcılarına tek fon içerisinde tamamı temettü veren şirketlere yatırım yapma imkanı sunacak. Fonun satışına 2012 ilk çeyreği itibarıyla başlanması planlanıyor.

01.07.2011 tarihinde İMKB bünyesinde oluşturulan İMKB Temettü Endeksi (XTMTU) son 3 yıllık mali tablolarında kar bulunan, bu dönemlere ilişkin olarak nakit temettü dağıtmış ve en son açıklanan mali tablolarından geriye doğru 12 aylık dönemde karda olan şirketlerden oluşmaktadır. 17 Ocak itibarıyla endekste 59 adet şirket bulunmakta ve bu şirketlerin piyasa değerlerinin toplamı ise 206 milyar TL'dir. Endeksin kompozisyonu Mayıs ve Kasım ayları itibarıyla İMKB tarafından gözden geçirilmekte olup, gerekli görüldüğü takdirde değişikliğe gidilmektedir. Söz konusu endeks, kurulduğu günden bu yana geçen 6 aylık süre zarfında İMKB-100'ün üzerinde getiri sağlamayı başarmıştır. Bu endeks, ilgili mevzuattaki tanımı gereği, son üç yıllık mali tablolarında kar bulunan, bu dönemlere ilişkin olarak nakit temettü dağıtmış ve en son açıklanan mali tablolarından geriye doğru 12 aylık dönemde karlı olan şirketlerden oluşmaktadır. Bu kriterler sayesinde bir yandan ekonomideki büyüme dönemlerinde maksimum fayda sağlarken, öte yandan ise zarar eden şirketlere yatırım yapılmasına imkan tanımamaktadır. Bu nedenlerle aşağı yönlü ekonomik dalgalanmalardan otomatik olarak korunma



sağlamaktadır. Endekste ağırlığı %1'in üzerinde yer alan hisse senetleri endeksin %89'unu oluştururken, bu hisse senetlerinden %35'i nispeten defansif, %55'i ise konjonktür dalgalanmalarından etkilenmektedir. Endekste yer alan hisse senetlerinin tamamı güçlü sermayesi olan ve kurumsal yönetim kalitesi tartışılmayacak şirketlere aittir. Öte yandan konjonktür dalgalanmalarından etkilenen %55'lik kısmın çok büyük bir bölümü yakın geçmişte karlılık ve yönetim kalitesi açısından dünya çapında başarılar imza atmış bankacılık sektörü hisse senetlerinden oluşmaktadır. Bu yüzden nispeten temkinli ama aynı zamanda da hisse senedi piyasasındaki orta vadeli getiriden faydalanmak isteyen bireysel emeklilik yatırımcıları için Yapı Kredi Emeklilik İMKB Temettü Endeksi Emeklilik Yatırım Fonu eşsiz bir fırsat sunmaktadır.

Yapı Kredi Emeklilik İMKB Temettü Endeksi Emeklilik Yatırım Fonu yatırım stratejisi olarak minimum %80 oranında

da İMKB Temettü Endeksi dahilindeki hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Fonun getirisi ile endeks arasındaki korelasyonun en az %90 olması ve endekste artış kadar getiri elde edilmesi hedeflenmektedir. Endekse seçilecek hisse senetlerinin temel verilerinin kuvvetli olması fondaki dalgalanmaları azaltacak bir özellik olarak ön plana çıkmaktadır. Profesyonel fon yöneticilerinin yapacağı seçimler sayesinde minimum dalgalanma ile maksimum getiri sağlanması hedeflenmektedir.

Bu amaçla fon yatırım bantları dahilinde minimum %80 maksimum %100 oranında İMKB Temettü Endeksi kapsamında yer alan hisse senetlerine; en fazla %20 oranında Devlet İç Borçlanma Senetlerine, Özel Sektör Tahvillerine, mevduata, katılım hesaplarına, yatırım fonlarına, kıymetli madenlere ve varantlara yatırım yapabilecektir. Performansın ölçülmesi amacıyla kullanılacak karşılaştırma ölçütü ise (%90*XTMTU+%10 KYD O/N Brüt Repo Endeksi)'dir.

Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. İMKB Temettü Endeksi Emeklilik Yatırım Fonu (YET)

Fon Türü: Endeks Fon

Fon Kurucusu: Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.

Fon Yöneticisi: Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

Fonun İMKB Kodu: YET

Takip Edilen Endeks: İMKB Temettü Endeksi (XTMTU)

Ana yatırım amacı mutlak getiri olan

Rhea Portföy – Ata Yatırım Büyüme Amaçlı A Tipi Değişken Fon

Rhea Portföy – Ata Yatırım Büyüme Amaçlı A Tipi Değişken Fonu'nun ana yatırım amacı mutlak getiri sağlamaktır. Bu nedenle izlenecek genel yatırım stratejisi ağırlıklı olarak piyasa nötr yatırım stratejisidir. Bu amaçla hisse senedi yatırımı yapılan tutar kadar vadeli işlemler piyasasında kısa pozisyon alınarak, endeksten daha iyi performans göstermesi beklenen hisse senetlerinin görece performanslarından fonun değer yaratması hedeflenir.

A tipi bir fon olması nedeniyle fonun en az %25'lik bölümü bu strateji ile yönetilmektedir. Endeksten daha iyi performans göstermesi beklenen hisse senetlerinin değerlendirildiği durumlarda, bu oran %90'lara kadar çıkabilmektedir.

Düşük faiz oranları yatırımcıların getiri beklentilerine karşılık vermemekte ve getiri farklılığı yaratabilmek adına bilginin, tecrübenin ve uzmanlığın devreye girmesi beklenmektedir. Fonumuzda uygulamaya koyduğumuz temel felsefe de budur.

Fonlarımızı, Türkiye dışında akıllı para olarak adlandırılan, getiri ve/veya getiri farkı yaratabilecek fırsatların değerlendirildiği bir yöntemle yönetmeyi amaçlamaktayız. Bu amaçla yatırım fırsatı gördüğümüz hemen tüm yatırım araçları izlememiz altında bulunmaktadır.

Fonumuz, getiri çeşitliliği yaratabilmek adına oldukça esnek bir yapıdadır. Minimum %25 oranında hisse senedi bulundurmamak zorunda olan A tipi bir fon olmasına karşın vadeli işlemler piyasasında alabileceği kısa



pozisyonlarla nette -%30'a kadar hisse senedi pozisyonu alınabilmektedir. Düşen piyasalardan da bu şekilde faydalanabilmek mümkün olacaktır. Ayrıca vadeli işlemler kontratlarında alınabilecek uzun pozisyonlar ile nette +%130'a kadar da net hisse senedi pozisyonu alınabilmektedir.

Fon portföyüne devlet ve özel sektör borçlanma araçları, gayrimenkul sertifikaları, altın ve diğer kıymetli maddeler ve bunlara dayalı sermaye piyasası araçları dahil edilebilmektedir. Fon portföyüne 35 ülke borsasına kote edilmiş olan yabancı sermaye piyasası aracı alınabilmekte ve yabancı borsalara kote hisse senetleri ve kamu borçlanma araçlarına yatırım yapabilmek getiri çeşitliliği açısından önemli fırsatlar yaratabilmektedir. Fonumuzun aktif büyüklüğü arttıkça bu yatırım araçlarına olan konsantrasyonumuz da zamanla artacaktır.

Bunun yanı sıra varlığa dayalı menkul kıymetler, varantlar, kira sertifikaları

ve gelir ortaklığı senetleri de yatırım yapılabilecek ürünler arasındadır.

Risk algısının çok çabuk değişebildiği piyasa koşullarında, fonun yatırım stratejisi gözden geçirilecektir. Likidite kaygılarından dolayı ya da ekonomik temeller değişmeden sadece algılardaki değişimlerden dolayı yaşanabilecek iyimser ya da kötümser piyasa koşullarına karşı ters pozisyon olarak fiyat anomalilerinin oluştuğunu düşündüğümüz seviyelerden piyasa nötr stratejisini terk ederek, fonun küçük bir yüzdesi ile piyasa yönlü stratejiler izlenmesi de olası olacaktır.

Yatırım stratejisi ile farklılaşacağını düşündüğümüz fonumuzun klasik bir hisse senedi fonu yapısında algılanmaması, piyasa nötr stratejisi ile getiri oynaklığının daha düşük olacağı ve daha çok, düşük/orta risk kategorisinde değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu yapıyla fonun risk toleransı düşük yatırımcılara da katma değer sağlayabilecek iyi bir alternatif oluşturduğu görüşündeyiz.

Rhea Portföy – Ata Yatırım Büyüme Amaçlı A Tipi Değişken Fonu

Fon Türü: Değişken Fon

Fon Kurucusu: Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

Fon Yöneticisi: Rhea Portföy Yönetimi A.Ş.

Halka Arz Tarihi: 03/01/2012
Asgari Katılma Belgesi Oluşturma

Miktarı: 1 Pay ve katları

Fon Büyüklüğü: 536.948,84 (18 Ocak 2012 itibarıyla)



Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı

Gelişme potansiyeli yüksek işletme veya projelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için uzun vadeli olarak girişim sermayesi yatırımı yapan bir şirket tipi olan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı modeli ülkemizde de yaygınlaşıyor. Sermaye Piyasası Kurulu bünyesinde bu alanda ilk düzenleme çalışmalarını yapan komisyonda yer alan Sevdil Yıldırım, GSYO'ların ülkemizde gelişimi ve sermaye piyasasındaki rolüne yönelik olarak Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını cevaplandırdı.

KY-SPK'nın girişim sermayesine yönelik düzenlemeleri yıllar önce yapılmış olmasına rağmen bu sektörde gelişme özellikle son birkaç yılda gözleniyor. Bunun nedenleri nedir?

Sevdil Yıldırım - Süreç tümüyle, Türkiye ekonomisinin yatırım profili ile uluslararası finans sisteminin gelişim süreçlerine paralellik arz ediyor. Aslında, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının düzenlenmesine ilişkin mevzuatın yayınlanması, 1990'ların ilk ya-

rısına kadar gidiyor. Kuruluşundan bu yana, ekonomide tasarrufların büyümeye, kalkınmaya kaynak oluşturması için çok sayıda araç, mekanizma ve kurum/kuruluş/borsa geliştirmiş olan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 1993 yılında "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Tebliği"ni de yayınladı. SPK'da girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hayata geçmesinin yanı sıra risk sermayesi yatırım fonlarının da alt yapısını hazırlayan üç kişilik komisyondaydım. Finansal ya da yönetsel, kurumsal kısıtları

itibarıyla bankacılık sektörünün kıstaslarını karşılayamayan küçük ve orta büyüklükteki işletmelere (KOBİ), sermaye piyasaları aracılığıyla sağlıklı finansman imkanı yaratmayı planlıyorduk. Ancak, ekonomimizin gelişmişlik düzeyinden ziyade aşırı enflasyonist ve istikrarsız konumu, yatırım profilindeki olumsuzluklar, sermaye birikimini baskı altına aldığı gibi, sermaye piyasalarının da gerek enstrüman gerekse de kurumsal oyuncu anlamında çeşitlenmesine imkan vermedi. Yine de, girişim sermayesi ya-

tırım ortaklığı mevzuatının uygulaması İş Bankası ve Vakıfbank'ın iştirakleri ile hayata geçmiş oldu.

2001'de Cumhuriyet tarihinin en derin ekonomik krizinin yaşanması, kapsamlı yapısal tedbirler içeren programların kararlılıkla uygulanmasına da zemin oluşturdu. 2001-2004 döneminde farklı hükümetlere rağmen istikrar paketinin uygulanmasındaki kararlılığın sürmesi, 2004 Aralık'ta Avrupa Birliği ile "tam üyelik müzakere" sürecinin başlaması, ekonomide "uzun vadeli yatırımcıların nefes alabileceği bir klime" geçiş sürecini tetikledi.

Türkiye'nin ekonomik çıpanın yanı sıra AB yoluyla politik bir çıpayı da sahip olması, uzun vadeli yatırım biçimi olan girişim sermayesi yatırımlarının da gelişmesi için kırılım noktası olmuştur. Türkiye'de menşei Türk ya da yabancı olsun, girişim sermayesi yatırım şirketlerinin gelişimi de işte bu evrede yoğunlaşmaya başladı. 2004 sonrasında Türkiye AIG, Advent gibi yabancı girişim sermayesi şirketlerinin radarına daha sık girmeye başlarken, küresel likidite koşulları da girişim sermayesi yatırımlarının lehine gelişme gösterdi. 2008'de patlayan küresel kriz nedeniyle kesintiye uğramış olsa da, sadece Batı menşeli girişim sermayesi şirketleri değil aynı zamanda Körfez menşeli özel sermaye şirketleri de Türkiye'ye yöneldi.

Son dönemde ise, Türkiye'de bizzat teşkilatlanmış olan girişim sermayesi yatırım kuruluşlarının gelişimde fark yaratacak olumlu gelişmeler yaşandı. Bunların başında Ülker Grubunun Yönetim Kurulu Başkanı Murat Ülker'in lider sermayedar olarak yer aldığı Gözde Girişim yer aldı. Gözde, 2011 yılında halka açık düz bir şirketten girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşürken, ödenmiş sermayesini de %300'e yakın arttırdı. Ülker Grubu'nun Godiva'yı satın alma sürecinde olduğu gibi olumlu referans



Sevdil Yıldırım *

teşkil ederek, çok sayıda sanayici grubu da bu konuda hareketlendirdi.

KY- Girişim sermayesi yatırımı şirketlere ve sermaye piyasasına nasıl katkı yapmaktadır? Ülkemizde gelişim potansiyeli nasıldır?

Yıldırım - Genel anlamda girişim sermayesi yatırım fonları ya da ortaklıkları, üretim, teknoloji ya da pazar geliştirme vb alanlarda gelişim sürecinin nispeten ön aşamalarında olan, büyüme ve karlılık potansiyeli yüksek olmakla beraber bunu gerçekleştirmek için stratejik ve/veya finansal yatırımcılardan istifade edebilecek olan şirketlere yatırım yaparlar. Çoğu zaman finansman kaynağı yaratmakla kalmaz, iş yapış tarzını etkileyecek, verimliliği artıracak, üretim ve pazar penetrasyonunda sinerjiler yaratacak şekilde katkıda bulunurlar. Mikro bazda daha verimli üretim yapacak, pazar başarısı yüksek olacak şirketlere verilen bu katkı, makro bazda KOBİ'ler ya da büyük sermaye grupları aracılığıyla tüm ekonominin verimliliği ve başarısına da yansır. Girişim sermayesi şirketleri, destek verdikleri girişimcilerin finans, muhasebe ya da pazarlama gibi profesyonel destek ve birikimlerden yararlanma sürecini de olumlu etkilemektedir. Özellikle halka açık statüde olan girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının

yatırım yaptıkları firmaların, pazarda bilinirliği pekiştiği gibi, yerel/yabancı yatırımcılar tarafından tanınırlıkları da artmaktadır. Yatırım yapılan girişimci firma, doğrudan halka arz koşullarını sağlayamasa da, dolaylı olarak girişim sermayesi yatırım ortaklıkları aracılığıyla sermaye piyasalarından kaynak temin edebilmektedir.

Girişim sermayesi için fonlama imkanları, sadece hisse senedi ile de sınırlı olmak zorunda değil. Çok sayıda girişim sermayesi yatırımında da görüldüğü üzere, borçlanma araçları ya da uzun vadeli banka kredileri aracılığıyla da kaynak yaratılabilmektedir. Sonuçta, halka açık olsun ya da olmasın, girişim sermayesi yatırım kuruluşları (fon ya da ortaklık), finans konusunda ihtisaslaşmış nitelikli iş gücüne ve birikimine sahip olup, gelişmiş finansal teknikleri kullanmak için mali ve teknik yetkinliklere kolaylıkla ulaşabilmektedirler.

Halka açık girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının, sermaye piyasası mevzuatı gereği yerine getirmek zorunda oldukları "kamuyu aydınlatma yükümlülükleri", portföylerinde yer alan firmalara da bir özdisiplin kazandırmaktadır. Bu, başlı başına bir "dönüşüm ve değer yaratma sürecidir." Bir ekonomide şirket yönetimlerinin hesap verilebilirliğinin artması, ivedi bir pazar başarısını garantilemese de, risklerin minimize edilmesi ve şirketlerin uzun vadeli büyüme potansiyeline katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, piyasa mekanizmaları aracılığıyla üçüncü tarafların mali fizibilite kararlarını rahatlatacağı için, kredi ya da sermaye piyasası enstrümanlarını kullanarak kaynak sağlama sürecini de destekleyicidir.

Girişim sermayesi yatırım kuruluşlarının "yatırımlarından çıkış" noktasında değerlendirebilecekleri alternatif yollardan biri "halka arz"dır. Girişim sermayesi mantığı çerçevesinde, daha çok gelişim sürecinin erken evrelerinin



de ve/veya finansal stresten sağlıklı yapıya dönüşmüş bir yatırımdan çıkış için İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) değerlendirilebilir. İMKB Ulusal Pazar'da halka arz koşullarını tam karşılayamayan, ancak girişim sermayesi desteğini sağladıktan sonra ivme kazanmış olan şirketler, GİP'te halka arz edilebilir.

Genelde yüksek kalibre yönetimlere sahip kurumsal yatırımcıların varlığı, tasarruf sahipleri için referans noktası ya da güven teşkil edebilmektedir. Girişim sermayesi şirketlerinin, finansal ya da stratejik sinerjiler sağlayacak olması, ortaklığın pazar başarısını olumlu etkileyebileceği için, diğer yatırımcıların ileri dönük beklentilerini, dolayısıyla taleplerini de olumlu etkilemektedir. Girişim sermayesi yatırım kuruluşları, halka arz-öncesi ya da yaygın ifadeyle "pre-IPO" olarak da GİP'te açılacak bir şirketin finansmanına katkıda bulunabilir. Bu durumda, girişim sermayesi yatırım kuruluşlarının, "Pazar ve fiyat riskini" üstlerine almalarından ötürü, nispeten iskontoyla satın alabilecekleri bir şirketi, gerekli yasal/teknik koşullar sağlandıktan sonra halka arzı esnasında bir sermaye kazancı sağlayacak şekilde tümüyle portföyünden çıkarması da söz konusu olabilir. An-

cak, her halükarda, kısmen kalsın ya da kalmasin, özellikle KOBİ'lerin GİP'te halka açılma sürecini kolaylaştırırlar.

KY-Kurumsal yatırımcılar dünyada şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesinde anahtar rol oynayacak unsurlar olarak görülüyor. GSYO'lar bu anlamda nasıl katkı yapabilir?

Yıldırım- Girişim sermayesi yatırım kuruluşları, genel profilleri itibarıyla "finansal yatırımcı" hüviyetindedir. Bu tip kurumsal yatırımcılar, stratejik yatırımcılardan farklı olarak, belli bir vade ya da parametrenin gerçekleşmesinden sonra "çıkış" yapacak şekilde yatırımlarını planlar ve gerçekleştirirler. Kurumsal yönetim, hissedarlar başta olmak üzere tüm paydaşların menfaatlerinin korunmasını ve bu yolla sürdürülebilir büyümenin temin edilmesini hedefleyen bir değerler bütünü. GSYO'ların, azınlık ortak da olsalar, sağlayacakları finansal, ticari vb sinerjiler karşılığında kurumsal yönetim uygulamalarını doğrudan destekleyecek bir çalışma tarzları var.

Öncelikle, GSYO olarak portföyünüzde yer alan şirketler için konsolide mali tablo yayınlamanız gerekiyor.

Bu, yatırım yaptığınız şirketin "tam konsolide" olup olmayacağına göre nüanslar arz etse de, uluslararası mali tablo hazırlama ve raporlama uygulamasının yerleşmesini gerektiriyor. Bu sadece sermaye piyasası mevzuatı gereği için değil, ticari rasyonelite de bunu gerektiriyor. Kurumsal yönetişimin temelinde de doğru bilginin paylaşılması ve paydaşların menfaatinin korunması var. GSYO'ların sağladığı iş disiplini gereği, finansal bilginin sağlıklı ve dönemsel bazda takip edilebilmesi, karar alma sürecinin etkinliğini olduğu kadar performans takibini de destekliyor.

GSYO'lar, ayrıca yine iş zekası ve hesap verilebilirlik gereği, şirket yönetim kurullarında aktif olmak, bilgi edinme ve sorgulama için daha talepkar olmak durumunda. Keza, genel kurul süreçlerinin sağlıklı çalışması, azınlık haklarının korunması ve risk yönetimi gibi değerler ve uygulamalar da, girişim sermayesi iş modeli açısından önem taşıyor. Biliyoruz ki, bütün bu değerler ve uygulamalar, zaten bizzat "kurumsal yönetişimin" odak konusu. GSYO'ların yasal ve ticari çalışma prensip ve öncelikleri, "kurumsal yönetişim" ilkelerinin benimsenmesinden olumlu beslendiği gibi; GSYO'ların varlığı da yatırım yapılan şirketlerde kurumsal yönetim ilkelerinin sağlıklı uygulanması için katalizör görevi görüyor. Önümüzdeki dönemde, sermaye piyasalarında bu olumlu etkileşimin örneklerini sıklıkla göreceğimizi düşünüyorum. GSYO iş modelinin, ekonomide kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik standartlarının, uygulamalarının içselleştirilmesi ve geliştirilmesi için önemli katkıları olacağına inanıyorum.

* **Sevdil Yıldırım**, Ekim 2010-Ocak 2012 döneminde Gözde GSYO'nun kuruluş ve gelişiminde Genel Müdür Yardımcısı ve Yatırım Komitesi Üyesi olarak rol almıştır.

Gelişen İşletmeler Piyasası'nda Kurumsal Yatırımcıların Rolü



Ülkemizde özellikle küçük ve orta boy işletmelerin sermaye piyasalarından fon talep etmesine olanak veren Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)'nin, önemli bir fonksiyonu da İMKB'de halka açık şirket sayısını artırarak, sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunmaktadır. Bu maksatla Sermaye Piyasası Kurulu'nun önderlik yaptığı “Hal-

ka Arz Seferberliği” inisiyatifi paralelinde 18 Ağustos 2009 tarihinde İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği yasalaşmış, **ilk ihraç 4 Şubat 2011 tarihinde gerçekleşmiştir.**

Uzun yıllar yüksek enflasyon ve yüksek faiz ortamının yarattığı istikrarsız ortam, ülkemizde bireysel yatırımcıların kısa vadeye yönelmesine sebep olmuş, bu durum vade-

lerin uzamasına mani olurken, sermaye piyasası araçlarının gelişimini de engellemiştir. Özellikle orta ve uzun vadeli bakış açısıyla hisse senetleri üzerinden yatırım yapma kültürü bu dönemde oluşmamıştır. Bu kültür değişimi, faiz oranlarının tek hanelere düşmesiyle birlikte başlamıştır. Ancak bu bir süreçtir ve zaman alacaktır. **Bu süreçte inisiyatiflerin ne şekilde kullanılacağı ve hangi sermaye**



Cenk Aksoy
Genel Müdür
Cami Menkul Değerler A.Ş.

piyasası araçlarının özendirileceği son derece önemli olacaktır.

GİP hangi şirketlere yöneliktir?

GİP, özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelere (KOBİ) yöneliktir. Son verilere göre, ülkemizde 600.000'in üzerinde KOBİ bulunmaktadır ve kanunla sınıflandırılmıştır. Toplam 25 milyon TL mali bilanço büyüklüğü ve net satış hasılatı altında olan ve 250'den az çalışanı bulunan işletmeler bu sınıfa girmektedir. Bu rakamlar üst sınırdır, dolayısıyla işletmelerin asgari büyüklüğünün ne ölçüde olacağını ihraç edilecek şirkete yatırım yapılacak tasarruf sahiplerinin talebi belirleyecektir. Bu sebeple söz konusu işletmelerin, yatırımcılara değer katacak bir büyüklükte halka arz ediliyor olması, halka arzın başarılı olması için önemli bir kriterdir. Özellikle;

- Yatırımları için net işletme sermayesi ihtiyacı bulunan,
- Faaliyet karı olan ancak finansman giderleri yüzünden zarar eden,

- Kapasitesini artırarak sektöründe pazar payını yükseltmek isteyen işletmelerin, GİP'de halka açılma imkanını değerlendirmesi beklenmelidir.

GİP'te kriterler nedir?

Bu piyasanın en önemli özelliklerinden biri, **GİP'te halka açılacak şirketlerde herhangi bir niceliksel veya niteliksel kriter aranmasıdır.** Halka arz sürecinde ihraççı şirkete yardımcı olacak bir Piyasa Danışmanı ile sözleşme imzalanması zorunludur. Piyasa Danışmanı olarak faaliyet gösterecek şirketler arasında aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları yer almaktadır. Yetkili bir Piyasa Danışmanı ile birlikte hazırlık sürecini tamamlayan ve Piyasa Danışmanı tarafından hakkında olumlu rapor hazırlanmış olan şirketler, GİP'te halka açılmak için İMKB'ye başvurabileceklerdir.

GİP'in özellikleri nelerdir?

- Yalnızca sermaye artımı yoluyla halka arz gerçekleşmektedir. **Dolayısıyla halka arzdan gelen tüm hasılat, şirket özsermayesine girmektedir.**
- İşletmelerin anonim şirket statüsünde olması,
- Ana sözleşmesinin, sermaye piyasası mevzuatına uygun olması,
- Bağımsız denetim yükümlülüğünün yıl sonunda bir defa olması,
- Birincil piyasada doğrudan Borsa'da satış yöntemi ile halka arz ediliyor olması,
- Sürekli müzayede yöntemi ile işlem göreceksse piyasa yapıcısı bir Aracı Kurum ile çalışılıyor olması,
- Piyasa Danışmanı Listesi'nde bulunan bir Piyasa Danışmanı ile asgari 2 yıllık bir danışmanlık sözleşmesi imzalanmış olması şartları gerekmektedir.

GİP için verilen teşvikler nelerdir?

KOSGEB, GİP'te halka açılmayı gerçekleştiren KOBİ'lere 100.000 TL'ye kadar teşvik vermektedir. Bu rakam, halka açılma sürecinde oluşan birçok maliyeti karşılamakta, KOBİ'lerin yükü fazlasıyla azalmaktadır.

En iyi uygulamalar

Dünya'nın en gelişmiş sermaye piyasası, kuşkusuz Amerikan piyasalarıdır. Yatırım fonu ve ortaklıklarını da içeren finansal kurumları düzenleyen mevzuat 1940 yılında yasalasmıştır. Bugün yaklaşık 90 milyon yatırımcının kurumsal yatırımcılar bünyesinde yatırdıkları toplam tasarruf 12.5 trilyon ABD Doları'nı

Rasyonel yatırım anlayışı, gelecekte ön plana çıkması beklenen stratejik sektörler, bu sektörlerde faaliyet gösteren büyüme odaklı, karlılık seviyesi yüksek şirketleri bulup, onların hisse senetlerine yatırım yapmaktır.

Bu anlayış tarzı profesyonel olarak yönetilen yatırım fonları ve emeklilik fonlarında yani kurumsal yatırımcılarda mevcuttur.

aşmıştır. Kuruldukları yıllarda küçük ölçekli olan bugünün büyük şirketlerinin (IBM, HP, Intel, Exxon, GE, AT&T, JP Morgan, Pfizer gibi) sermayelerinin %5'den fazlasına hakim bir ortağı bulunmamaktadır. Bu durum dikkat çekicidir. Süre gelen halka arzlar ile söz konusu şirketlerin sahipliğinin büyük kısmı, kurumsal yatırımcılar vasıtasıyla hane halkının eline geçmiştir. **Bu şekilde sermaye piyasalarının asli fonksiyonu çalışmış ve kurumsal yatırımcılar vasıtasıyla sermaye birikimi tabana yayılmıştır.**

Yıllar itibarıyla Amerika'da küçük ölçekli şirket kavramı gelişmiştir. Piyasa değeri 1970 yılında 1 milyar ABD Doları ve üzerindeki şirketler büyük ölçekli olarak nitelendirilirken, bugün 2 milyar ABD Doları'nın altındaki şirketler küçük ölçekli olarak kabul edilmektedir. Hatta 300 milyon ABD Doları'nın altındakiler ise mikro işletmeler olarak sınıflandırılmaktadır. 2010 yılı sonu itibarıyla NASDAQ ve NYSE'de halka açılmış, yatırım fonu ve ortaklıkları dışında kayıt altına alınmış şirket sayısı 5.000'in üzerindedir. Bu sayının yaklaşık %80'i küçük ölçekli şirketlerden oluşmaktadır. NYSE Amex piyasası bu tür küçük ölçekli şirketlerin işlem gördüğü piyasadır.

Küçük ölçekli şirketlerin performansını ölçen endeksler bulunmaktadır. Bunların başında Russell 2000 Small Cap, S&P 600 ve Dow Jones Wilshire Small Cap Index gelir. Halka açık şirket sayısı yüksek olan Japonya, İngiltere, İspanya ve Almanya gibi gelişmiş ülkelerde de benzer şekilde küçük ölçekli şirketlere yönelik piyasalar ve bu şirketlerin performanslarını ölçen endeksler mevcuttur.

Kurumsal yatırımcı tabanı gelişmiş birçok ülkede, büyüme potansiyeli yüksek, gelecekte sektöründe pa-

KOBİ niteliğindeki şirketlerin de GİP'te halka arzında, ilk alıcısı şüphesiz kurumsal yatırımcılar olmalıdır.

Bu sebeple bu aşamada yatırım stratejisi, riski yüksek ancak getiri potansiyeli fazla, geleceğin hızlı büyüyecek şirketlerine yatırım yapmayı içeren yatırım ve emeklilik fonlarının oluşması gereklidir.

zar payını artıracak küçük ölçekli şirketlere yatırım yapan çok sayıda yatırım fonu ve ortaklıkları bulunmaktadır. "Small cap" olarak adlandırılan bu tür fonlar, getiri arayışı içerisinde olan tasarruf sahiplerine yüksek getiri imkanı sunmaktadır. **Tasarruf sahiplerinin bu tür şirketlerin potansiyelini, yatırım süreçlerini etkin ve dinamik kullan, profesyonel olarak yönetilen kurumsal yatırımcılar vasıtasıyla yakalaması en doğru tercihtir.**

Sonuç ve Değerlendirme

Gelişmiş ülke sermaye piyasaları ile kıyaslandığında ülkemizde sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olmasında **en büyük etken**

kuşkusuz ki kurumsal yatırımcıların eksikliğidir. Ülkemizde hisse senetlerine A tipi hisse senedi fonları aracılığıyla yatırım yapma kültürü henüz oluşmamıştır. **Bireysel yatırımcıların bakış açılarını kısa vadeden uzun vadeye kaydırmaları ve getiriye orta ve uzun vadede aramaları gerekmektedir.** Rasyonel yatırım anlayışı, gelecekte ön plana çıkması beklenen stratejik sektörler, bu sektörlerde faaliyet gösteren büyüme odaklı, karlılık seviyesi yüksek şirketleri bulup, onların hisse senetlerine yatırım yapmaktır. Bu anlayış tarzı profesyonel olarak yönetilen yatırım fonları ve emeklilik fonlarında yani kurumsal yatırımcılarda mevcuttur. Sermaye piyasalarının gelişmesinde kurumsal yatırımcılar öncü rol oynamaktadır. **Geleneksel ve alışılmış yatırım araçları dışında bir finansal enstrüman gelişmesi gerektiğinde ilk talep kurumsal yatırımcılardan gelmektedir.** Vadeli işlem piyasaları, özel sektör tahvilleri, banka bonoları bu tip yeni enstrümanların oluşması ve gelişmesinde kurumsal yatırımcıların rolü büyüktür. Benzer şekilde KOBİ niteliğindeki şirketlerin de GİP'te halka arzında, ilk alıcısı şüphesiz kurumsal yatırımcılar olmalıdır. **Bu sebeple bu aşamada yatırım stratejisi, riski yüksek ancak getiri potansiyeli fazla, geleceğin hızlı büyüyecek şirketlerine yatırım yapmayı içeren yatırım ve emeklilik fonlarının oluşması gereklidir.**

Önümüzdeki dönemde GİP'te ihraç sayısının hızla artması beklenmektedir. İkinci ulusal pazardaki ihraçlar ile birlikte 2012 yılında bu sayı 30'u geçebilir. Dolayısıyla yalnızca bu tür şirketlere yatırım yapan "small cap" yatırım ve emeklilik fonlarının önümüzdeki dönemde kurulması ve yatırımcısına alternatif getiri imkanlarını sunması beklenmelidir.



EURO BÖLGESİ VE AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİNDE BÜTÇE AÇIKLARI ve KAMU BORÇLARI

AB ülkelerindeki borç artışı sadece birkaç Euro Bölgesi ülkesinin en belirgin özelliği olsa da, bu bölge için artık bir bütün olarak algılanan bir sorun haline gelmiştir.

Euro Bölgesi'nde ve bilumum AB ülkelerinde Borç stoku ve bütçe açıkları önemli seviyelere ulaşmıştır.

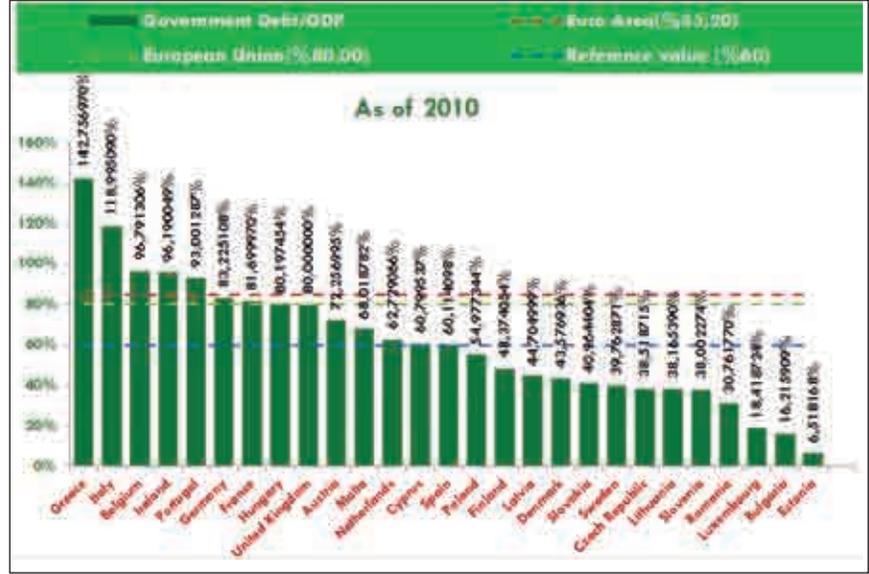
Euro Bölgesi'ne dahil olan 17 ülkenin kamu borç stoku toplamı 7,7 Trilyon Euro, Euro Bölgesi dışında kalan 10 ülkenin kamu borç stoku toplamı ise 2 Trilyon Euro'dur. Dolayısıyla Avrupa Birliği'ne dâhil toplam 27 ülkenin GSYİH toplamı 9,7 Trilyon Euro'dur. Avrupa Merkez Bankası ECB'nin verilerine göre, Euro Bölgesi'ne dâ-

hil olan toplam 16 ülkenin kamu borçlarının Gayrisafi Yurt İçi Hasılası'na oranı 2010 yılsonu itibariyle %85,20, 2011 yılının ikinci çeyreğinde de %84,16'dır. Avrupa Birliği'ne dahil olan ancak Euro dışında kalan alanlardaki toplam 11 ülkenin de bu hesaba dahil edilmesi halinde, Avrupa Birliği'ne dahil toplam 27 ülkenin 2010 yıl sonu itibariyle kamu borçlarının GSYİH'ye oranı %80'dir. Hâlbuki Maastricht Kriterlerine göre bu oranın referans değeri maksimum %60 olmalıdır.



Orhan Ökmen
Başkan
JCR Eurasia Rating

Avrupa Birliği'ne dâhil olan tüm ülkelerin kamu borçlarıyla GSYİH'lerinin kıyaslandığı grafikte, %60'lık referans değeri temsil eden mavi renkli kesik çizginin seviyesini aşan Yunanistan, İtalya, Belçika, İrlanda, Portekiz, Almanya, Fransa, Macaristan, İngiltere, Avusturya, Malta ve kısmen Hollanda'nın kamu borçları Maastricht Kriterlerinin üzerindedir. Bu ülkeler içerisinde özellikle Yunanistan, İtalya, Belçika, İrlanda ve Portekiz'in borçluluk oranları oldukça yüksek olup, sürdürülebilirlikleri belirsizlik riski içermektedir. Yunanistan ve İtalya'nın kamu borçları kendi milli gelirlerinin üzerine çıkmış durumdadır.



Euro Bölgesi'nde yer alan 16 ülkenin kamu borçlarının ve bütçe açıklarının GSYİH'ye oranlarının 1995 ve 2010 arasındaki 16 yıllık gelişimleri incelendiğinde, 2009 ve 2010 yıllarındaki seviye ile 1995 yılındaki başlangıç seviyelerinin birbirine çok yakın olduğu görülmektedir. Peki 1995 yılında kamu borçlarının ve bütçe açıklarının yüksekliği sürdürülebilirlik belirsizliği göstermezken, bugün neden belirsizlik baş göstermiştir? Zira buradan çıkan sonuç, 2010 yılındaki krizin dünya geneline sirayet etmesidir.

Diğer taraftan, Avrupa Birliği'ne bağlı 27 ülkeden Estonya hariç olmak üzere toplam 26 ülkede de kamu bütçesi açık vermektedir. Maastricht Kriterlerine göre, bütçe açıklarının GSYİH'ye oranının referans değeri maksimum - %3 olması gerekirken, bütçe açıklarının GSYİH'ye oranı 2010 yılsonu itibarıyla Euro Bölgesi'nde - %6, Avrupa Birliği genelinde ise - %6,4'tür.

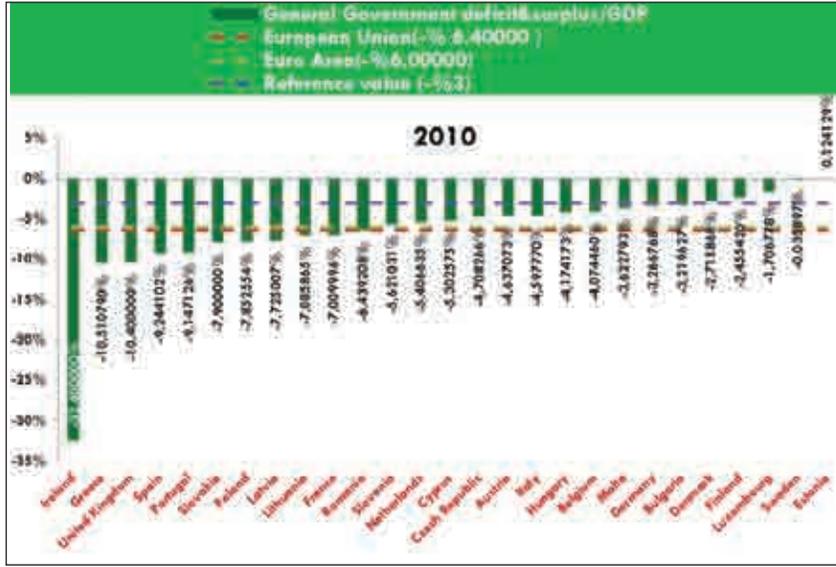
En fazla bütçe açığı veren ülkeler ise sırasıyla İrlanda, Yunanistan, İngiltere, İspanya, Portekiz, Slovakya, Polonya gibi ülkelerdir. Euro Bölgesi'nde işsizlik oranları 1998 yılında %7,5 seviyelerinde iken Eylül 2011

itibarıyla %10,24'tür. İhracattaki artışlar devam ederken, ithalat 2009 yılına göre düşmekte ve dolayısıyla dış ticaret fazlası artmaktadır. Dış borçlar 11,1 trilyon Euro'dur. 1994'te 10,9 trilyon idi.

AB ülkelerindeki borç artışı sadece birkaç Euro Bölgesi ülkesinin en belirgin özelliği olsa da, bu bölge için artık bir bütün olarak algılanan bir sorun haline gelmiştir.

2009 yılı sonlarından itibaren Euro Bölgesi üyeleri Yunanistan, İrlanda, İtalya, İspanya ve Portekiz ve aynı zamanda Euro Bölgesi olmayan bazı Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde kamu borçlarının sorun yaratacağı sinyal vermeye başlamış idi. Esasen, AB ülkelerinde, özellikle kamu borçları; başlangıcında banka kurtarma operasyonları ve bir güven krizi genişlemesi nedeniyle ortaya çıkmış, akabinde de ülkelerin tahvil fiyatları ve risk sigortası, kredi temerrüt swapları şekliyle de yayılmıştır. Avrupa Birliği üyeleri tarafından bütçe açıklarının ve kamu borçlanmalarının seviyelerini sınırlamak ve taahhüt altına almak amacıyla imzalanan Maastricht Antlaşması'na rağmen, Yunanistan ve İtal-

ya gibi Avrupa Birliği üyesi devletler, bu düzenlemeleri aşmak için bir dizi, karmaşık para ve kredi türev yapılarını kullanmak suretiyle bütçe açıklarını ve borç seviyelerini maskeleyip, uzun süre dikkatlerden kaçırmayı başardılar. Küresel ekonomik kriz ülke ekonomilerini olumsuz etkilemeye devam ederken, yıllar içerisinde meydana getirilen ve en büyük ülke oluşumlarından olan Avrupa Birliği krizin etkilerini en derinden hisseden bölge olmuştur. Avrupa Birliği ülkelerinde küresel krizin etkilerini azaltmaya dönük desteklemeler nedeniyle bir taraftan hükümetler kamu harcamalarını artırırken, diğer taraftan piyasalardaki durgunluğa bağlı olarak vergi geliri düşüşleri yaşanmıştır. Bu durum AB ülkelerinin ciddi bütçe açıkları ve borçlanma artışları ile karşı karşıya kalmalarına yol açmıştır. Mevcut kriz, kamu borçları üzerindeki faiz oranlarının artmasına yol açarken, ülkelerin piyasalardan borçlanmasını daha da pahalı hale getirmektedir. Ayrıca borç oranının yüksek olması ülkelerin büyüme hızını yavaşlatmaktadır. Bu nedenle Avrupa'nın büyümesinin 2011 – 2012 yıllarında daha da yavaşlayacağı beklenmektedir.



Krizin tüm süreçlerinde Avrupa para birimi Euro'nun istikrarlı kalması, Avrupa Birliği projesinin in-sanoğlunun 20.y.y.da yarattığı en önemli projelerden birisi olduğunun herkes ve her ulus tarafından kabul edildiği anlamındadır.

Yükselen kamu borçları ile birlikte dünya genelinde mali piyasalarda başlayan alarmı boşa çıkartmak ve piyasaları yatıştırmak için, Mayıs 2010'da, Avrupa Maliye Bakanları, Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility-EFSF) adı altında 750 milyar Euro değerinde bir kurtarma paketi oluşturarak Avrupa'da finansal istikrarı sağlamaya yöneldi. Ekim 2011'de ise Euro Bölgesi liderleri Brüksel'de üye ekonomilerin çökmesini engellemek için tasarlanmış bir önlemler paketi üzerinde anlaştılar. Yunanistan'ın borçlarını %50 oranında azaltmak için EFSF değerinin 750 Milyar Euro'dan 1 trilyon Euro'ya artırılması kararlaştırıldı. Ancak tüm süreçlerde Avrupa para birimi Euro'nun stabil kalması çok anlamlıydı.

Avrupa Birliği ülkelerinin karşılıklı olarak birbirleriyle kredi ilişkisi içerisinde olması krizin hem bu-laşıcılığını, hem de çözüm şansı-

nı artırmaktadır.

Yüksek bütçe açığı ve yüksek kamu borç stoku bulunan Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İrlanda gibi ülkelerin sorunu esasen tek başına kendi sorunları değildir. Kredi ve ticari ilişkisi içinde olduğu Euro Bölgesi'ndeki nispeten diğer zayıf ülkelerin yanında çekirdekte bulunan Almanya, Fransa gibi ana ülkelerin de etkilenmesi kaçınılmazdır. Euro bölgesi içindeki ülkeler veya Euro bölgesiyle ticaret yapanların tamamı, Avrupa ortak para birimi üzerindeki etkileri yüzünden bu durumdan eşit oranda etkilenebilecektir. Krize karşı yapılacak müdahalelerde de eşit oranda sorumluluk alacaklardır. Zira kullanılan para birimleri ortaktır. Avrupa Birliği'ndeki ülkelerin tek tek para basma imkânlarının olmaması nedeniyle, kamu borçlarını para politikası araçları ile (emisyon vb.) gidermek şansına sahip değillerdir. Sadece tasarruf politikaları, vergi artırımları ve kamu harcamalarının kısılması gibi kısmi tedbirler almaları söz konusudur. Tam ve kesin müdahale tüm ülkelerle birlikte yapılmakta ve yapılacaktır. Bu durum ise çözüm gücünün yüksekliğini sağlamaktadır. Avrupa'nın ortalama büyüme oranı ABD, Hindistan, Türkiye

ve Çin'in gerisinde kalmıştır. Ayrıca nüfusun yaşlanması, verimin düşmesi, sosyal güvenlik açıklarının artması, tep ve ortak pazar çatısı altında kapsamlı ve büyüme odaklı bir reform sürecinin başlatılmasını, borç seviyelerinin azaltılmasını gerektirmektedir.

Türkiye şu anda AB ülkeleriyle kıyaslandığında oldukça iyi durumda gözükmesine rağmen, ihracat kanalı yoluyla cari açığı, artan faiz kanalıyla da borçlanma maliyetleri daha da olumsuz etkilenecektir. Ayrıca, özel sektörün dış borçlanmaları da dikkate alındığında, Türkiye'nin az borçlu ülke kategorisinde olduğu söylene-

Türkiye, gerek iç tasarruf açığı gerekse dış ticaret açığı nedeniyle sürekli dış finansman kaynaklarına başvurmak zorunda kalmıştır. Küresel ekonomik kriz döneminde özel sektör borçlanmalarını da dikkate alırsak, sürekli artmakta olan dış borç stokuna rağmen, mali disiplini sürdürebilmiş olması ve bankacılık sistemine fon aktarma durumunda kalmamış olması nedenleri ile Türkiye'nin şimdilik iyi durumda olduğu görünmektedir. Ancak Avrupa Birliği'nin içine düştüğü ekonomik kriz nedeniyle, ikili ticari ilişkiler göz önüne alındığında, Avrupa kıtasında yaşanan olumsuz ekonomik gelişmelerden Türkiye ekonomisinin ciddi şekilde etkilenenecektir. AB ülkeleri kamu borç yükünü ve bütçe açıklarını kapatmak için ek vergiler getirmeleri ve talep azaltıcı tasarruf tedbirlerine başvurmaları kaçınılmaz olduğu için piyasalar daralacaktır. Daha geniş pazarların daralması Türkiye'nin ihracatını da olumsuz yönde etkilemektedir. Türkiye ihracatının yarıdan fazlası AB ülkelerine yöneliktir. Özellikle Türk imalat kesimi bu durumdan zarar görecektir. Türkiye'nin ihracatında euro, ithalatında ise dolar ağırlığı fazladır.



Dolayısıyla ihracatın ithalatı karşılama makası, parite etkisiyle daha da açılacaktır. Yani cari işlemler açığı olumsuz etkilenecektir. İkili ekonomik ilişkiler Türkiye açısından son derece önemlidir. Küresel ekonomik kriz döneminde daha da artan dış ticaret açığı, cari açık sorununu ve cari açık da dış kaynak bulma gereğini her geçen gün daha da artırmaktadır. Hem özel sektörün hem de kamunun dış kaynak arayışında Avrupa önemli bir yer tutmaktadır. Mevcut koşullarda kaynak ihtiyacını gidermek kolay olmayacaktır.

Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermayenin en büyük kısmı Avrupa Birliği orijinlidir. Mevcut durumda Avrupa'dan Türkiye'ye doğrudan sermaye girişi düşmüş durumdadır. Yine Avrupa'da mali ve borç krizinin derinleşmesi, Türkiye'nin uluslararası borçlanma maliyetlerini de artırmaktadır. Bu açılardan bakıldığında, şu anda riski düşük gibi gözükse de Türkiye ya yüksek faizlerden

dış kaynak bulabilecek ya da dış kaynak bulmak konusunda zorlanacaktır. Bunun sonucunda Türkiye'nin, özellikle de bankacılık kesiminin borç krizine girmesi kaçınılmaz olacaktır.

Düşük ihracat oranları, yetersiz döviz geliri, ara malı ve enerji girdilerinden dolayı artan döviz ihtiyacı, verimli ve rekabet gücünü artırıcı alanlara yatırım hususlarında Türkiye'nin, gerekli önlemleri almadığı takdirde yeniden çok borçlu bir ülke konumuna gelmesi olasılık dâhilindedir.

Euro Bölgesi'nde borç stokunun sürdürülebilirliğini faiz oranlarının seyri ve politik kararlılık belirleyecektir.

Euro Bölgesi ülkelerinin borç dinamiklerinin gelecek dönemlerde sürdürülebilirlik olasılıkları, bir yandan ekonomik büyümeye, bir yandan da piyasa faiz seviyelerine bağlı bulunmaktadır. Kısa vadede ekonomik büyümeye ilişkin görünüm daha fazla bir değişiklik gösteremeyeceğine göre, borç krizine ilişkin geliştirilen çözümler esasen bu aşamada faiz oranlarına daha duyarlı olacaktır. Piyasa faizlerinin borç sürdürülebilirliği açısından makul ve arzulanana düzeylere gerileyebilmesi için, yerel ve bölgesel ölçekte yapısal reformların zaman kaybı yaşanmadan gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Borç krizinin çözümüne ilişkin gösterilecek politik kararlılık, büyük önem taşımaktadır. Olası zaman kaybı ve gecikmeler borç krizini sürdürülebilir olmaktan çıkaracaktır.

Euro Bölgesi ülkelerindeki borç stokunun yüksekliğinin neden olduğu güven kaybı, ilk sırada bölgede bulunan bankacılık sektörüne sirayet etmiştir. Ayrıca nihai harcamaların ertelenmesine neden olan tasarruf tedbirleri ise iktisadi faaliyetler üze-

rinde baskı oluşturmaktadır. Yine Euro Bölgesi'ne dair karar alma süreçlerinde yaşanan duraksama ve gecikmeler politika belirsizliğini artırmaktadır. EFSF imkânlarının önemli ölçüde artırılmaması veya mali politikaların üye ülkeler arasında uyumlaştırılmaması çözümü oldukça zorlaştırmaktadır. Euro Bölgesi'nde bankacılık sektöründeki sorunların giderilememesi, Türkiye dâhil diğer ülkelere de yayılarak iktisadi faaliyet üzerinde baskıyı artırması olasılığı önemli bir risk unsurudur.

Borç sorunu, borçlanma maliyetlerini artıracak, bankalara ek sermaye ihtiyaçları doğuracak, güven bunalımı sonucunda küresel likiditeyi azaltacak ve iktisadi daralma yaratacak şeklindeki piyasa algılarını bertaraf etmek üzere, BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) ülkelerinin Avrupa Birliği'nin borç krizinden bir an önce çıkması için portföylerinde bulunan Euro cinsi tahvilleri daha da artıracaklarını beyan etmeleri en olumlu bir gelişme olacaktır. Ancak çözüm çok uzun süre alabilir. Zira borç stokunun oluşumu en az 15 yıllık bir periyot içerisinde oluştuysa, çözümü de en az bu kadar bir süre alması gayet doğaldır.

Yunanistan, İtalya, Belçika, İrlanda ve Portekiz'in borçluluk oranları oldukça yüksek olup, sürdürülebilirlikleri belirsizlik riski içermektedir.

Yunanistan ve İtalya'nın kamu borçları kendi milli gelirlerinin üzerine çıkmış durumdadır.

FON DÜNYASINDAN HABERLER

2011, Hedge Fonların kabus yılı oldu

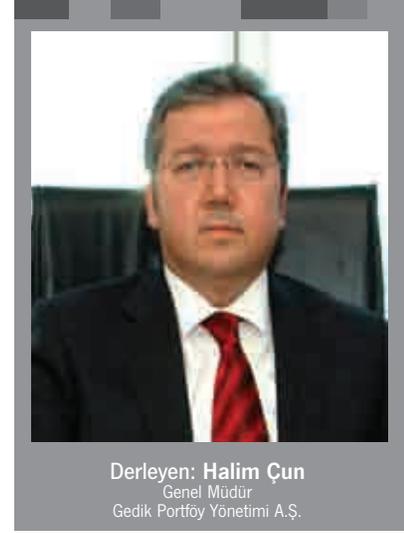
Geçen yıl hedge fonlar için hatırlamak istemedikleri kabuslarla dolu, kötü performanslarla biten zorlu bir yıl oldu. Fon yöneticilerinin çoğu yatırımcılarına yazdıkları dönemsel değerlendirmelerinde, düşük performansa gerekçe olarak Avrupa'daki borç krizini, ABD'nin yavaş toparlanmasını ve hatta Japonya'daki deprem felaketi gibi çok sayıda beklenmeyen olaylardan kaynaklanan aşırı dalgalanmaları gerekçe olarak gösterdilerse de, bu 2011'in hedge fonlar açısından tarihe talihli bir yıl olarak geçtiği gerçeğini değiştirmiyor.

Hedge Fund Research (HFR) ve Bank of America Merrill Lynch analistlerinin derlediği verilere göre, 1.7 trilyon dolar büyüklüğündeki endüstri geçen sene ortalama % 4.8 zarar ettirdi; hatta hisse-odaklı fonların ortalama % 19 gerilediği hesaplanmakta. HFR'nin verilerine göre, hedge fonlar 1990'dan bu yana ortalama olarak yalnızca 2002 (% -1.5) ve 2008 (% -19) yıllarında zarar ettirmişti; 2011 en kötü ikinci yıl oldu.

Buna karşılık hedge fonlardan uzak durarak, paralarını geleneksel yatırım fonlarına yönlendiren yatırımcıların geçen sene çok daha karlı çıktıkları görülüyor. Örneğin, S&P 500

Endeksini izleyen Vanguard 500 Endeks fonu % 2 kazandırırken, PIMCO'nun StocksPLUS Long Duration Fonu geçen yıl % 21.2 getiri sağladı. Ancak fon yöneticilerinin sundukları gerekçeler de, geçen yıl sergiledikleri zayıf performans da farklı yorumlara maruz kalıyor. Kimi eleştirel çevreler hedge fon yöneticilerinin de ne kadar zeki olsalar da, piyasalara ilişkin öngörülerini konusunda zaman zaman yanılabilirliklerini, bunun da doğal karşılanması gerektiğini söylüyorlar. Bu sektördeki yöneticilerin bazı büyük sermayeli hisselerde yoğunlaştıklarını bunun da doğal sonucu olarak getirilerin vasatlaştığını ileri sürüyorlar.

Bir başka değerlendirmede ise son 50 yılın en yüksek günlük oynaklığı ve piyasa belirsizliği ile karşılaşan hedge fonların, risk yönetiminin baskısı ile son çeyrekte ortaya çıkan ralliden yararlanma fırsatını da kaçırdıkları ileri sürülüyor. Örneğin Hennessee Long/Short Equity hedge fonlarına ilişkin endeks Aralık ayında % 0.8 gerilerken, 2011'in tümünde kayıp % 3.6 oldu. Genel olarak iyi performans gösteren hedge fonların kamu hizmetleri, tüketici malları ve sağlık gibi defansif sektörlerde buldukları görünürken, en çok kayıpları mali sektör ve hammadde üretimi sektörlerine yapılan yatırımlardan kaynaklandı.



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

Ünlü hedge fon yöneticisi John Paulson gibi çok sayıda hedge fon yöneticisi Bank of America, Citigroup ve JP Morgan Chase gibi finans sektörü şirketlerine yaptıkları "erken zamanlama" neticesinde ciddi kayıplara uğradılar.

New York Üniversitesi Stern School of Business'de hedge fon stratejileri konusunda dersler veren Prof. Jim Liew, bu sonuçların doğal olduğunu, bir yıl % 40 kazandıranın daha sonraki yıl aynı kayıba uğrama ihtimali olduğunu belirtiyor. Buna örnek olarak da Whitney Tilson'ı örnek gösteriyor. Uzun süredir tüm endeksleri geçmeyi başaran bu fon yöneticisi geçen seneyi Iridium ve Netflix gibi hisselerdeki "şanssızlığı" sonucu % 25 kayıpla kapadı.

Bir başka yorum da Baratel öncülüğünde Bank of America ML bünyesinde yapılan bir çalışmadan geldi. Analistlerin genel olarak, hedge fon performanslarının hisse senedi endeksleri ile korelasyon içinde olmadığını iddia etmelerine karşın, 2011'de hedge fon getirileri ile S&P 500 Endeksi arasındaki korelasyon tarihi zirveye ulaştı.

Herşeye karşın hedge fon sektörünü yakından izleyen uzmanlar ise, geçen yılın kötü geçmesine karşın hedge fonların uzun vadedeki performanslarının yine de belli başlı endekslerin üzerinde olduğunu ve yüksek performans arayan yatırımcıların biraz sabır göstermeleri gerektiğini ileri sürüyorlar.

Bill Miller fon yöneticiliğini bırakıyor!

2011 yılının son çeyreğinin en önemli olaylarından biri, Legg Mason Capital Funds'ın 61 yaşındaki efsanevi fon yöneticisi Bill Miller'ın fon yöneticiliğini bırakacağını açıklamasıydı. Miller 1998 yılında Morningstar'dan yılın en iyi hisse senedi fonu yöneticisi seçilmesinin ardından, 1999 yılında "son 10 yılın" en iyi fon yöneticisi ünvanını kazanmıştı.

Bill Miller Kasım ayında yaptığı açıklamada, Legg Mason'ın yönetim kurulu başkanlığını sürdürmekle birlikte 2012 Nisan ayı sonu itibariyle, kendisini ünlü yapan Legg Mason Capital Management Value Trust (LMVTX) fonunun yönetiminden ve CIO pozisyonundan ayrılacağını açıkladı.

Miller, 1982 yılından beri yönetmekte olduğu LMVTX fonu ile 1991-2005 yılları arasında 15 yıl aralıksız S&P 500'den daha iyi performans göstermesi ile tarihe geçen fon yöneticileri arasına katılmıştı. Ancak 2006 yılında fon S&P 500'ün gerisinde kalınca Miller'in başarı serisi zedelenmiş oldu ve ondan sonra da sadece 2009 yılında yeniden canlanan mali sektör hisseleri ile % 41 getiri sağlayarak, endeksten daha iyi bir performans gösterebildi. Value Trust son beş yılda ortalama % 9.6 kayıpla kendi kategorisindeki fonların en altlarında yer alıyor.

Miller'in ünü 1990'ların boğa piyasası ile başlamıştı. Genel olarak 50'nin altında hisse senedine yatırım yaparak az sayıda hissede odaklanmasıyla bilinir. Bunlar arasında en başarılı sonuçlar aldığı

1996'da topladığı Dell Computer ve American Airline hisseleriydi. Aldığı hisselerde gerileme olunca pozisyonunu artırmasıyla bilinir. AES hisseleri 2002 yılında % 83 kaybedince pozisyonunu iki katına çıkarmıştı, daha sonra hisse 2003 yılında üç kat değer kazandı.

Ancak Miller son zamanlarda bazı ciddi hatalar yaptı. 2000 yılında Eastman Kodak hisseleri 55 dolara gerileyince pozisyon almıştı, daha sonra 2005'de pozisyonunu % 25 artırdı. Ancak 2011 başlarında 3.89 dolardan pozisyonunu boşalttığına resmi kayıtlara göre, 551 milyon dolar zarar yazmış oldu (Kodak, Ocak 2012'de iflas başvurusunda bulundu!). 2008 yılında ciddi yatırım yaptığı sigorta şirketi AIG'in ve mortgage şirketi Freddie Mac'in zor durumlara düşmesi de Miller için başka talihsizlikler oldu. Morningstar'dan Bridget Hughes, Miller'in 2000 yıllarının ortasında yaptığı iki büyük hatayı "enerji hisselerinden uzak durarak ciddi bir fırsat kaçırmaması ve mali sektör hisselerinde aşırı yoğunlaşması" olarak özetliyor.

Genel olarak bir değer yatırımcısı olarak bilinen Miller, son yıllarda da boğa piyasası yanlısı yorumlarıyla bilinmekteydi. Ancak ünlü fon yöneticisi son yıllardaki en büyük darbesini 2008 krizi ile aldı: Value Trust o yıl % 37 gerileyen S&P 500 Endeksine karşın % 55 değer kaybedince, yatırımcı güveninde de ciddi sarsılma oluştu. 2007 yılının zirvelerinde 21 milyar dolar büyüklüğe ulaşan fon, son zamanlarda 2.8 milyar dolara kadar geriledi. Miller'in ayrılması ile Mayıs ayın-



Bill Miller

dan itibaren Value Trust ve Value Equity fonlarının kaptanlığına Sam Peters geçecek. Aynı zamanda merkezi Baltimore'da bulunan şirketin CIO görevini de Peters üstlenecek. 2005 yılında Fidelity Investments'dan gelen Peters, bu süreçte Miller'in yardımcılığı görevini yürütmekteydi. Görev değişimi konusunda değerlendirme yapan Miller "Bu yaklaşık altı yıldır düşünülen bir geçiş süreci, Sam'i 2005'de şirketimize aldığımızda da ondaki fon yöneticiliği potansiyelinin farkına varmıştık, aradan geçen bu süre içinde de yanılmadığımızı gördük," dedi.



Hisse Senedi Fonlarının zor yılı

2011 yılı aşırı piyasa oynaklığı ve endekslerde görülen yüksek korelasyonun hisse seçimi kararlarını aşırı zorlaştırdığı ve aynı zamanda hisse senedi yatırım fonlarının S&P 500 Endeksi'ne göre 1997 yılından bu yana en kötü performans gösterdiği yıl oldu.

Bill Miller'ın yanı sıra Capital Growth Management'tan Kenneth Heebner, Fidelity Investments'dan Harry Lange gibi önlü fon yöneticilerinin piyasa dalgalanmaları karşısında çaresiz kalması kötü performansın belli başlı örnekleri. Geçen yıl, 2010 yılında Morningstar tarafından "son 10 yılın yöneticisi" seçilen Fairholme Capital Management'tan Bruce Berkowitz bile yatırımcılarına % 29 zarar ettirdi.

Chicago merkezli araştırma şirketi Morningstar'ın yaptığı bir çalışmaya göre, büyük sermayeli şirketlere yatırım yapan 4100 yatırım fonunun yalnızca % 17'si kendi karşılaştırma ölçütü (benchmark) olan endekslerini geçebildiler. Bu oran, % 12'nin görüldüğü 1997 yılından bu yana en kötü performans.

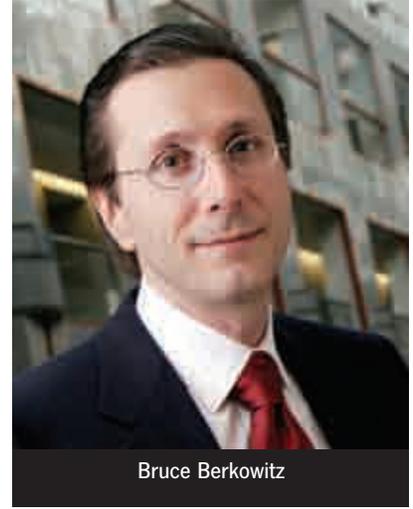
Geçen yıl Avrupa'daki borç sorunu nedeniyle olağanüstü dalgalı geçenken, sene sonunda kamu hizmetleri ve tüketim malları ile başlayan ralliyi öngöremeyen fon yöneticileri oldukça geride kaldılar. S&P 500 endeksi önce Nisan ayına kadar % 8.4 yükseldi, daha sonra Avrupa borç sorunu ve ABD bütçe kısıntısı tartışmaları ile Ekim başına kadar % 18 geriledi, sonra da istihdamdaki iyileşmeye paralel ortaya çıkan "mini ralli" ile zararlar önemli ölçüde kapandı.

Bu süreçte 2011 yılında ortaya çıkan önemli bir özellik, hisse senetlerinin endeks ile aşırı bir paralellik göstermesiydi. Birinyi Associates'in yaptığı çalışmada ortaya çıkardığı gibi S&P 500 hisselerinin 50 günlük korelasyonu artarak, Ekim ayında "0.86" ile 1980 yılından bu yana en yüksek değere ulaştı. Korelasyonun "1" olması bütün hisselerin iniş ve çıkışlarda aynı yönde hareket etmesi anlamına geliyor.

Dow Jones Endeksi tarihinde ilk kez Ağustos ayında dört gün 400 puanlık gün içi değişim gösterdi. Aynı ay S&P 500 Endeksi'nin günlük ortalama dalgalanması % 2.2 olarak hesaplandı ki bu da Bloomberg kayıtlarına göre, 1932'den bu yana en yüksek Ağustos rakamı idi.

Bütün bu faktörler hisse seçimi yapan analistler ve fon yöneticileri için çok zorlu bir ortam yarattı. Zira, negatif makro ekonomik ortamdan kaynaklanan riskler o kadar ağır bastı ki, sektörel özellikler ve şirketlere ilişkin temel veriler ikinci plana atılırken, hisse senetleri aşırı bir şekilde ortak hareket içine girdi. Örneğin son 11 çeyrektir şirket karları analist tahminlerinin üzerinde gelmekte.

Kamu hizmetleri ve tüketim malları sektörleri Nisan zirvesinden sonra en iyi performans gösteren sektörler olmasına karşın, Bank of America'nın çalışmasına göre yılın son çeyreğinde fon yöneticilerinin en az pozisyon aldıkları sektörler idi. Özellikle yılın ikinci yarısında kaydedilen hızlı gerilemede sektör ve şirket seçiminde fon yöneticilerinin ciddi bir başarı sağlayamadıkları görülüyor.



Bruce Berkowitz

Geçen yıl Avrupa'daki borç sorunu nedeniyle olağanüstü dalgalı geçenken, sene sonunda kamu hizmetleri ve tüketim malları ile başlayan ralliyi öngöremeyen fon yöneticileri oldukça geride kaldılar.

BlackRock'ta karlılık sorunu

Aşırı dalgalı piyasaların performansları olumsuz etkilemesi ve yatırımcıların ucuz maliyetli yatırım seçenekleri arayışı içinde olması, dünyanın en büyük fon yönetim şirketi olan BlackRock'un 2011'in son çeyreğinde karlarının % 16 gerilemesine yol açtı.

Bu sonucun ortaya çıkmasındaki başlıca faktör, önemli miktarda fon akışının sektörün ağırlığının bulunduğu aktif yönetilen ürünlerden düşük yönetim ücretli pasif yatırımlara yönelmesi olarak açıklanıyor. Bu aynı zamanda sektörün geleceği açısından da düşündürücü. BlackRock, son çeyrekte aktif yönetilen fonlarından 22 milyar dolar çıkış olurken, belli endeks takibine dayanan pasif yönetilen fonlarına 45 milyar dolar giriş olduğunu açıkladı. Girişlerin 20 milyar dolar gibi önemli bir kısmı şirketin IShares ismi altındaki borsa yatırım fonlarına oldu.

BlackRock'un CEO'su Larry Fink, aşırı oynak piyasaların ve düşük faiz oranlarının, yatırımcıları özellikle sabit getirili stratejilere dayanan daha etkin seçeneklere yönlendirdiğinin altını çiziyor. Ayrıca, 2010 yılında 326 milyon dolar olan hedge fonlardan kazanılan performans ücretlerinin 147 milyon dolara gerilemesi de karlılığı etkiledi.

BlackRock'un son çeyrekteki net karı geçen yılın 657 milyon dolarından gerileyerek 550 milyon dolar olarak gerçekleşirken, yönetilen fon büyüklüğünün yıllık bazda % 1 gerilemesine karşın son çeyrekte toparlanarak % 5 büyüme ile 3,51

trilyon dolara yükseldiği açıklandı. Şirketin toplam gelirleri de % 5 artışla 9.08 milyar dolara ulaşırken, yıllık net kar 2.2 milyar dolar oldu. Bu arada şirket 2011 yılında kendi hisselerinden 618,000 adet satın aldığını açıkladı.

Sektörün durumuna ilişkin bir yorumda bulunan Denis Bastin adlı danışman, sektörün 1981 yılında 200 milyar dolardan şimdiki 12 trilyon dolara büyümesine karşın uygulanan yönetim ücretlerinde kaydadeğer bir değişim olmadığına dikkat çekerek, "Sektörde verilen hizmetin değeri artık sorgulanmalı, bu da BYF'nin yükselişini açıklıyor," demektedir.

Şirket analistleri, BlackRock'un maliyet kontrolünü oldukça başarılı yaparak işletme giderleri marjını geçen yıla göre %39.3'den yalnızca % 39.9'a yükselttiğine ve hisse başına kar olarak da 3.06 dolar ile analistlerin 2.98'lik beklentilerinin biraz üzerinde bir gerçekleşme sağladığına dikkatini çekiyorlar. Şirket 2011 yılında 900 yeni personel aldığını açıklarken, çalışan toplamının son çeyrekte yapılan %3.4 oranındaki azaltımla 10,100 kişiye gerilediği belirtiliyor.

Şirketin Başkanı Larry Fink, şirket satınalma politikaları konusunda yorumda bulunurken, "Bu kadar hareketli bir piyasa görmemişim, bankaların küçülme politikaları çok sayıda satınalma olanağı çıkartıyor karşımıza, ancak bu konularda seçici davranarak yapımıza uyacak parçaları bünyemize eklemek istiyoruz," şeklinde görüşlerini belirtti.



Larry Fink
BlackRock CEO'su

*BlackRock'un
CEO'su Larry Fink,
aşırı oynak piyasaların
ve düşük faiz
oranlarının,
yatırımcıları özellikle
sabit getirili stratejilere
dayanan daha
etkin seçeneklere
yönlendirdiğinin
altını çiziyor.*

SPK Finansal Eğitim Projesi

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), bireylerle kurumların birikimlerini sermaye piyasalarına daha fazla yönlendirmesi, sermaye piyasasında fon arzının sağlanabilmesi amacıyla toplumda sermaye piyasası kültürünün oluşması, sermaye piyasalarında güvenin ve farkındalığın artırılması, diğer bir ifade ile “Finansal Okuryazarlığın Artırılması”na yönelik, belirlenmiş farklı hedef kitlelere ihtiyaçları ve donanımları gözetilerek, uygun iletişim kanalları aracılığıyla bilgilendirme yapılması ve farkındalığı artırıcı tedbirlerin alınması yönünde çalışmalar yapıyor.

Söz konusu çalışmalar çerçevesinde SPK öncülüğünde, Ekim 2010 tarihinde sermaye piyasaları ile ilgili finansal ürün ve kavramların daha iyi anlaşılması amacıyla bir “Finansal Eğitim Projesi” başlatıldı. Çalışmanın hedef kitlesi genel kamuoyu olmakla birlikte okul çağındaki çocuklara, kadınlara, üniversite öğrencilerine, kamu ve özel sektör çalışanlarına ağırlık veriliyor. Bu amaçla, üniversite öğrencilerine ve kadınlara yönelik sermaye piyasaları konusunda düzenlenen eğitim seminerlerinde, SPK uzmanları tarafından hazırlanan anketler kanalıyla, Finansal Eğitim Ulusal Stratejisinin hazırlık çalışmalarına katkıda bulunmak üzere bu iki hedef kitlenin farkındalık düzeylerinin ve ihtiyaçlarının tespit edilmesi amaçlandı.

“Sermaye Piyasaları Bilgi ve Farkındalık Araştırması”, anket formlarının, 25 Şubat-24 Mayıs 2011 tarihleri arasında düzenlenen seminerlerde katılımcılara dağıtılma tekniğiyle uygulanması suretiyle gerçekleştirildi. Bu anket formları

ise Avrupa Birliği Fonundan desteklenen bir araştırma raporu olarak değerlendirildi.

Üniversite öğrencileri üzerinde yapılan araştırmada; toplam 25 üniversiteden 3,625 öğrenciye altı konu başlığı altında finansal konularda bilgi ve farkındalık düzeyini ölçen sorular yöneltildi.

Sermaye piyasalarına yönelik kavramlar hakkında bilgi ve farkındalık düzeyini ölçmek üzere sorulan 59 kavram arasında farkındalığın en yüksek olduğu kavram %98 oranında bilinirlikle “risk” çıktı. Araçlara yönelik bilgi ve farkındalık düzeyini ölçmek üzere sorulan 19 araç arasında; farkındalığın en yüksek olduğu finansal araç “hisse senedi” olurken, hisse senedi kavramı ile ilgili kendini bilgilendirenlere bakıldığında ise bu oranın %61’e düştüğü görüldü. Diğer konular arasında bilgi ve farkındalığa yönelik sorulan 12 konudan farkındalığın en yüksek olduğu alan %89 ile “Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı” olurken, bu konu hakkında kendini bilgilendirenlerin oranı ise %31’de kaldı.

Ev hanımları üzerinde yapılan araştırmada ise, Ankara ve İstanbul’da düzenlenen toplam 16 hanımlar lokali seminerinde 509 kadına, temel finansal konular hakkında farkındalık ve bilinç seviyelerini ölçmeye yönelik sorular yöneltildi. Sonuçlara göre, bu grupta sermaye piyasasının yapısı ve içeriği konusunda yeterli bilgi sahibi olanların oranı %11, bu alanda bilgi seviyesi hemen her kesim için oldukça düşük. Yükseköğretim mezunları arasında dahi bu oran %14’ü geçmiyor. Sermaye piyasası araçlarına yatırım yaptığını söyleyenlerin oranı %32 olurken, görüşü alınan kadınlar, sermaye pi-

yasalarındaki yatırım araçları ile ilgili bilgiyi %37 ile birinci sırada “banka ve aracı kurumlardan” almayı tercih edeceklerini belirttiler. İnternet kullanım oranının kadınlar arasında düşük olması nedeniyle “internet” tercihi %18 ile üçüncü sırada çıktı.

Altın ise %46 ile kadınların birinci sırada güvendikleri yatırım aracı oldu. Araştırma raporunun tamamına www.spk.gov.tr adresinden erişilebilir.

Öğrencilere yönelik Kompozisyon Yarışması

SPK tarafından sermaye piyasalarını tanıtmak ve eğitim çağındaki gençlerden başlayarak tasarruf ve yatırım bilinci oluşturmak amacıyla, Milli Eğitim Bakanlığı’nın onayıyla ilköğretim 6-7-8. sınıf ve ortaöğretim öğrencilerine yönelik olarak kompozisyon yarışması geçen yıldan sonra bu yıl da düzenleniyor.

İlköğretim okulları 6-7-8. sınıf öğrencilerinden “Anne-Babanızın yerinde siz olsaydınız çocuklarınızın hayallerini gerçekleştirmek için nasıl tasarruf ederdingiz? Yaptığınız tasarrufları hangi yatırımları yaparak değerlendirirdiniz?” konulu; ortaöğretim öğrencilerinden de “Finans piyasalarını doğru anlayabilmek ve bilinçli yatırımcı olabilmek için okullarda bir ders konulacağını varsayınız. Sizce bu dersin içeriğinde neler olmalıdır? Bu dersi alarak hangi konuları öğrenmek isterdingiz?” konulu kompozisyon yazılması istenen yarışmaya katılım okullar aracılığıyla sağlanacak.

Eserlerin İl Milli Eğitim Müdürlüklerine 23 Mart 2012 tarihine kadar teslim edilmesi gerekiyor.

Türkiye’de Yeni bir Yatırımcı Modeli: Yatırım Kulüpleri

Gedik Yatırım Türk Sermaye Piyasası’ndaki 20. yılında SPK, İMKB, TSPAKB’nin destekleri ile ülkemiz için yeni bir yatırımcı modeli olarak, ABD ve Avrupa ülkelerinde yaygın uygulama örnekleri bulunan Yatırım Kulüpleri olgusunu ülkemizde de gündeme getirmek üzere bir konferans düzenledi.

Yatırımcı Seferberliği kapsamında küçük yatırımcının eğitimi ve bilinçli olarak sermaye piyasasına girişini hızlandıracak olan ‘Yatırım Kulüpleri’ konusu, 18 Ekim 2011 tarihinde İMKB’de gerçekleşen ‘Türkiye’de Yeni bir Yatırımcı Modeli; Yatırım Kulüpleri’ konferansı ile mercek altına alındı.

Gedik Yatırım’ın girişimi ve düzenleyici kurumlarımızın katkıları ile gerçekleşen konferansta, Yatırım Kulüpleri’nin ülkemize nasıl taşınabileceği, uygulamanın ne zaman ve nasıl başlayabileceği, yatırımcıların bu olgudan nasıl fayda sağlayabilecekleri düzenleyici kurum yetkilileri, sektör kurumlarının yöneticileri, akademisyenler, ekonomi, finans ve borsa editörleri, köşe yazarlarının katılımı ile tartışıldı.

Konferansta, dönemin İMKB Başkanı Hüseyin Erkan, SPK Başkan Yardımcısı ve MKK Yönetim Kurulu Başkanı İbrahim Peker, TSPAKB Genel Sekreteri İlky Arıkan, Gedik Yatırım Yönetim Kurulu Başkanı Erhan Topaç’ın konuşmalarının yanı sıra, Amerika’dan Yatırım Kulüpleri Birliği (NAIC’s BetterInvesting) CEO’su Kamie Zaracki ve İngiltere’den Digital Look Country Manager Chris Evans’ın sunumları ile

yurtdışından deneyimlere de değinildi.

Gedik Yatırım Yönetim Kurulu Başkanı Erhan Topaç konu ile ilgili olarak; ‘‘Yatırım Kulüplerini, ülkemizdeki Yatırımcı Seferberliği kapsamında küçük yatırımcının eğitimi ve bilinçli olarak sermaye piyasasına girişini hızlandıracak, Türk Sermaye Piyasasının gelişimi için çok önemli bir olgu olarak değerlendiriyoruz. Ülkemizde toplam yerli yatırımcı sayısı 1.084.000 ve bu yatırımcıların sadece %42’sinin portföyü 1.000 TL üzerinde. Türkiye’de sadece 47 kişiden biri borsalara yatırım yaparken, ABD’de her iki kişiden biri, Almanya’da her yedi kişiden biri, Çin’de ise her 11 kişiden biri borsalara yatırım yapıyor. Ülkemizde yatırım vadesi çok kısa, yatırımcı sayısı ve yatırım bilinci ise maalesef yavaş geliyor. Düzenleyici kurumların önderliğinde başlatılan Yatırımcı Seferberliğini bu noktada çok önemsiyor ve Gedik Yatırım olarak en üst düzeyde katkı sağlamaya çalışıyoruz. Bu konferansı gerçekleştirmekteki amacımız, ülkemizde yatırım bilinci ve yatırımcı sayısının artması açısından çok önemli olduğuna inandığımız Yatırım Kulübü olgusunu ülkemize nasıl taşıyabileceğimize, Türk yatırımcısının bundan nasıl fayda sağlayabileceğine dikkat çekmek. Amerika ve Avrupa’da örneklerini gördüğümüz Yatırım Kulüplerini küçük yatırımcılar bir araya gelerek oluşturuyor.

Amaç, düzenli şekilde yatırım yaparak hem yatırımcıyı eğitmek hem de kar etmek. Kar amacı gütmeyen bir birlik desteği ile yatırım kulüpleri kuruluyor ve aracı kurumlar kanalı ile işlemlerini yapıyorlar. Bu birliklerin

Amerika ve Avrupa’da örneklerini gördüğümüz Yatırım Kulüplerini küçük yatırımcılar bir araya gelerek oluşturuyor. Amaç, düzenli şekilde yatırım yaparak hem yatırımcıyı eğitmek hem de kar etmek.

üyeleri, yatırım kulüpleri ve bireysel yatırımcılardan oluşuyor. Birliklerin ana amacı, kişileri eğitmek olarak belirlenmiş. Yatırım kulüplerinin yatırım yaklaşımı; uzun dönemli al ve tut. Yatırım Kulübü olgusunun, ülkemizde küçük yatırımcıyı sermaye piyasalarına girmek için teşvik edeceğine, eğitim ve bilgiye ulaşımı kolaylaştıracağına, böylece ülkemizde uzun vadeli yatırım bilinci oluşturacağına inanıyoruz. Tüm bu yönleri ile Yatırım Kulüplerinin, Türk Sermaye Piyasası’nın gelişimi için uzun dönemde çok önemli bir altyapı oluşturacağını düşünüyoruz. Önemli bir aşama olarak Sermaye Piyasası Kurulu, Yatırım Kulübü konusunu Yatırımcı Seferberliği iş planına aldı. Yasal altyapısı, çalışma sistemi, vergisel boyutu, muhasebe kuralları, eğitim süreçleri ve dokümanları gibi hazırlıkları bir an önce tamamlayabilirsek, Türk Sermaye Piyasasının gelişimi için çok önemli olduğuna inandığımız Yatırım Kulübü olgusunu ülkemizde de kısa sürede hayata geçirebiliriz” dedi.

Abraaj Capital Sanat Ödülü

Yönetimindeki mal varlığı 6 milyar doları aşan, özel girişim sermayesi şirketi Abraaj Capital, Ortadoğu, Kuzey Afrika ve Güney Asya'yı içine alan (MENASA) bölgede ilk kez yapılan bir çalışma ile yıllık bütçesi bir milyon dolar olan Abraaj Capital Sanat Ödülü'nü veriyor. Sanata kurumsal desteğin bölgesindeki tek sanat ödülü örneğini 2008 yılından bu yana sürdüren Abraaj Capital'in ortağı Frederic Sicre, Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını cevapladı.

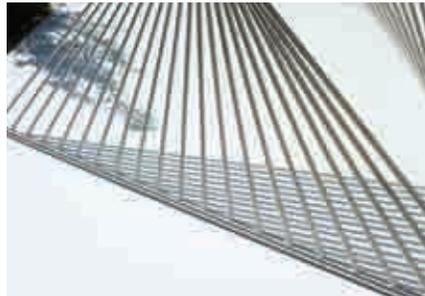


KY-Abraaj Capital Sanat Ödülü ve içeriğini kısaca anlatır mısınız?
Frederic Sicre - Abraaj Capital Sanat Ödülü, yılda bir kez sanatçılara yeni ve gelecek vadeden sanat çalışmaları yaratmalarını sağlayacak fonu veren bir ödüldür. Bulduğumuz (Ortadoğu, Kuzey Afrika ve Güney Asya'yı içine alan) MENASA bölgesinden, genellikle olması gerekenden az temsil edilmiş çağdaş sanatçıların potansiyeline güç vermeyi hedefliyor. Açık bir çağrı yoluyla, sanatçılar yeni bir sanat projesi için öneri sunabilir. Bu başvurular uluslararası bir jüri tarafından değerlendirilir. Beş proje seçilir ve atanan bir küratörle altı aylık bir çalışmadan sonra Art Dubai sanat fuarında açıklanır. Bu yapıtlar daha sonra Abraaj Capital Sanat Koleksiyonu'na girerler, ve onları düzenli olarak sergileriz. Sanat çalışmaları tema ve medya olarak (bugüne kadar videodan enstalasyonlara, resimden serami-

ğ ve renkli cama kadar her alanda eser geldi) değişkenlik gösterir.

KY - Abraaj Capital böyle bir girişimi başlatmaya nasıl karar verdi ve ne amaçlandı?

Sicre - Art Dubai sanat fuarına desteğimizin sonucu olan bir geliş-



me. Abraaj Capital kültürel girişimleri aktif olarak desteklemenin ve özellikle sanatçılara fonlamaya doğrudan erişim sağlamanın değerini biliyor. İş dünyasında tüm girişimciler gibi sanatçıların da gerçekçi ihtiyaçları var: birinci olarak finansa erişim, ancak bunun yanında fikirlerini araştırmak, tartışmak ve daha bir geniş dinleyiciye ulaştırmak için bir platform verilmesi. Onlar ilerledikçe diğerlerine ilham verecekler. Genel olarak, bölgemizden sanatçılar, olması gerekenden az tanınmışlardır ve istedikleri çalışmayı yapmak ve çalışmalarını tam potansiyeline taşıyabilmek için gereken desteğe sahip değillerdir. Biz bunu düzeltmek istiyoruz.

KY - Peki, bir yatırım kurumunun sanat ödülüne uluslararası sanat dünyasının bakışı nasıl?

Sicre - Sanata kurumsal fonlama bölgede belki de çok nadir görülüyor, ancak uluslararası alanda bu standarttır. Eseri Art Dubai sanat fuarında açıklamak, fuarın tüm misafirlerine yeni sanat eserlerini ilk kez görme fırsatı veriyor. 2011'de misafirler arasında 60 uluslararası müze temsilcisi ve önde gelen sanat basını vardı. Bunun sonucu olarak örneğin, Newyork MoMA'nın (The Museum of Modern Art) direktörü Glenn Lowry, jürimize katılıp katılamayacağını sordu, ve memnuniyetle kabul ettik. MoMA ayrıca yakınlarda ödülümüzü kazanan sanatçılardan, Tunuslu Nadia Kaabi-Linke'nin bir eserini satın aldı. Kurumlar ve bağımsız küratörlerden düzenli olarak, sergiler ve bienallere sanat eseri vermek için yaklaşımlar var ve çoğuyla aktif olarak birlikte çalışıyoruz - örneğin bu yaz Venedik Bienali'nde yer

alan 'Future of a Promise' yan sergisinde olduğu gibi.

KY - Küresel olarak çağdaş sanata karşı büyüyen ilgiye yönelik gözlemlerinizi nasıl?

Sicre - Sosyal medyadaki hızlı gelişim ve iletişim şekillerinin gündün güne hızlanması ve yakınlaşmasıyla, doğaldır ki mevcut durumumuza hitap eden sanat özel ilgi yaratacak ve gelişecektir - ama tarih boyunca da böyle olduğu söylenir. İlginçtir ki bugün çalışmakta olan bir çok sanatçı (bizim ödül verdiklerimiz de dahil) çalışmalarında geçmişe, yani her zaman ileriye bakmak yerine tarih ve geleneğe, düzenli olarak bağ kurmak istiyorlar.

KY - Sanat artık bir yatırım enstrümanı olarak görülüyor ve sanata yatırım yapan fonların sayısı her yıl artıyor. Sanata yatırım konusundaki görüşlerinizi de bizimle paylaşır mısınız?

Sicre - Bizi ilgilendiren şey, sanatçıya yatırım yapmak ve onlara yeni eser yaratma fırsatı vermek; yayınlara yaptırmak, eğitsel etkinlikler düzenlemek ve bir dinleyici kitlesi oluşturmak. Koleksiyonumuzu oluşturan sanatçılarla güçlü ilişkilerimiz sürüyor, ve sanata yatırımda sürdürülebilirlik ve uzun-vadeli gerçekleştirilebilirliği bulacağınız yer de burasıdır.

KY - Sanatı ve sanatçıyı desteklemek için kurumsal yatırımcılara mesajınız ne olurdu?

Sicre - Müzik, tiyatro, film ya da çağdaş sanat, hangi dal olursa olsun, sanat ve kültürü desteklemek amaçlı yapılan faaliyetlerin iş modelinizle bütünlük oluşturmasını sağlamak.



Frederic Sicre
Ortak - ASSET (Abraaj Strategic Stakeholder Engagement Track)
Abraaj Capital

Abraaj Capital Hakkında

Abraaj Capital group Orta Doğu, Türkiye, Afrika ve Asya'nın hızlı büyüyen ekonomilerine yatırım yapan önde gelen bir girişim sermayesi yöneticisidir. Dubai merkezli grubun Riyad, İstanbul, Kahire, Singapur, Bombay, Karaçi, Beyrut, Ramallah, Amman, Casablanca ve Tunus'ta ofisleri bulunmaktadır. Grubun amiral gemisi olan girişim sermayesi bölgedeki 12 ülkede, sağlık, eğitim, enerji, havacılık ve lojistik gibi cazip ve temel sektörlerde faaliyet gösteren 40'tan fazla şirkete yatırım yaparak büyümelerinin hızlandırılması ve kolaylaştırılmasında destek olmuştur. Grubun dört adet Girişim Sermayesi Fonu, Ortadoğu'daki KOBİ'lere yönelik Riyada Enterprise Development fonu, Kuzey Afrika'daki KOBİ'lere yönelik Kantara fonu, ASAS isimli gayrimenkul fonu, ve 2004 vintage gayrimenkul fonu olmak üzere sekiz adet fonu bulunmaktadır. Abraaj Capital group halihazırda altı milyar doların üzerinde bir varlığı yönetmektedir. Abraaj Capital 2011 yılında, Private Equity International tarafından yükselen piyasaların en büyük girişim sermayesi şirketi seçilmiştir.

Yaşlı kıtanın huzursuzlukları

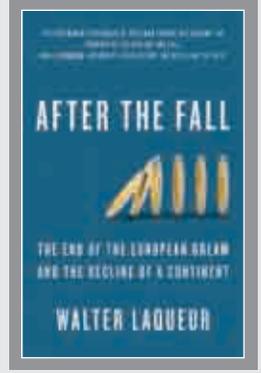
Walter Laqueur Avrupa'nın halen yaşadığı siyasi ve finansal krizi bundan altı yıl önce *The Last Days of Europe* (Avrupa'nın Son Günleri) adlı kitabını yazdığından tahmin eden çok az uzmandan biriydi. İşte bu usta tarihçi, şimdi okuyucularını daha önceden öngördüğü krizin içine taşıyor. *After the Fall: The End of the European Dream and the Decline of a Continent* (Düşüşten Sonra: Avrupa Rüyasının Sonu ve Bir Kıtanın Çöküşü) zorlu bir geçitten geçen Avrupa'daki ekonomik erimeyi, ithal petrol ve doğal gazla hızla artan bağımlılığı, bir türlü ortak dış politikaya sahip olunamamasını irdeliyor.

Avrupa'daki siyasi olaylarda 30 yıllık deneyimine dayanan yazar, sorunlu kıtanın geleceğine ilişkin tahminlerde bulunuyor. Avrupa'nın ABD'nin en yakın müttefiki olduğunu ve onun refahının artmasının ABD'nin başarısı ve güvenliği için hayati önem taşıdığını vurgulayan Walter Laqueur, Avrupa projesinin çökmesinin sadece küresel ekonomide felaket niteliğinde sorunlara yol açmakla kalmayacağını, aynı zamanda ABD'nin güvenlikle ilgili çıkarlarını istikrarsızlaştıracağını

dile getiriyor.

Laqueur, tek Avrupa rüyasının başlangıçtan itibaren bir yanılsama olduğunu ve gelinen noktada borç kriziyle ilgili anlaşmazlıkların Avrupa'nın siyasi kurumlarını bölebilecek güçte bir tehlike olduğunu ifade ediyor. Yazara göre, Avrupa'nın mevcut ekonomik durumu 2008 öncesinden de kötü durumda ve sağlık, emeklilik konusundaki sosyal devlet anlayışı sürdürülemez noktada. Birbiriyle bağlantılı iki sorun olarak, göç ve nüfus azalmasını gösteren Laqueur, Avrupa'nın politik ve ekonomik bütünleşmesinden çok, eğitim ve sosyal politikalara yeni yaklaşım, kültür ve demografi gibi daha geniş kapsamlı sorunların endişe yarattığını savunuyor.

Walter Laqueur, 30 yıldır Londra'daki Çağdaş Tarih Enstitüsü'nün müdürlüğünün yanı sıra Washington'daki CSIS'e bağlı Uluslararası Araştırma Konseyi'nin başkanlığını aynı anda yürütüyor. Aynı zamanda Georgetown Üniversitesi'nde profesörlük görevini sürdüren Laqueur, 25'ten fazla kitabın da yazarı. New York Times ve Washington Post'la birlikte dünya çapında sayısız gazetede makaleleri yayımlandı.



After the Fall: The End of the European Dream and the Decline of a Continent

Walter Laqueur

Thomas Dunne,

Ocak 2012, 336 sayfa.

142 yıllık bankanın güç odaklarıyla dansı

William D. Cohan, daha önce de çok satan ve ödüllü kitapların yazarı. Bu kez 142 yıllık bir tarihi olan Wall Street yatırım bankası Goldman Sachs'in öyküsünü kaleme almış. *Money and Power: How Goldman Sachs Came to Rule the World* (Para ve Güç: Goldman Sachs Dünyayı Yönetmeyi Nasıl Başardı), Cohan'ın, Lazard Freres'in gizli tarihini anlatan *The Last Tycoons* ve Wall Street'te küresel krizi ele alan *House of Cards*'dan sonraki kitabı...

Finans endüstrisinin en başat, korkulan ve tartışmalı yatırım bankası Goldman Sachs, aynı zamanda sektördeki en nitelikli elemanları çalıştırarak, "Goldman Tarzı" diye bilinen bir iş modeline de imza attı. Cohan, Goldman Sachs'in bu özelliklerinin yanı sıra madalyonun öbür yüzüne de ışık tutuyor. Bu gizemli para makinesinin 20. yüzyılın başından itibaren hükümetler üzerindeki etkisi, ekonomi yönetimine verdiği üst düzey yöneticiler, şirkette çalışan eski CIA yöneticileri gibi konular kitabın diğer başlıkları arasında.

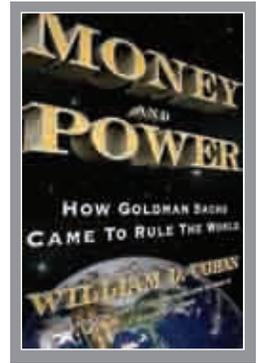
Cohan, Goldman'ın dünya kapitalizminin zirvesine yükselişini akıcı ve doyurucu bir şekilde sunarken, finansal krizlerde yaptığı manevraları, Kongre ve SEC soruşturmaları ile çeşitli davalardaki savunmalarını da aktarıyor ve şirketin nasıl muazzam karlar yaparken, saygınlığını da korumayı başardığını aktarıyor. Tabii bunları yaparken binlerce evrak okumuş ve 100'ün

üzerinde görüşme yapmış. Görüşükleri arasında halen Goldman'ın tepesindeki altı yönetici de var.

Peki Goldman Sachs nasıl bu kadar güçlü oldu? Yanıt yerine geçebilecek birkaç cümleyi sıralayalım: 1913'te Henry Goldman, hükümete yeni Federal Reserve Bank'ın nasıl yapılandırılması gerektiği konusunda danışmanlık yaptı. Sidney Weinberg, tam 40 yıl boyunca Roosevelt'ten Kennedy'ye kadar olan başkanlara perde arkasından ekonomik politikalar için "önerilerde bulundu." Goldman yöneticileri, Nixon, Reagan, Clinton ve George W. Bush kampanyalarına maddi destek için çaba gösterdiler. İki Goldman yöneticisi; Robert Rubin ve Henry Paulson Hazine Bakanı oldular.

Kitap hakkında yazılanlara gelince; New York Times Book Review'da yer alan bir yazıda, "modern çağın en karlı ve en etkili yatırım bankası hakkında açık bir hesaplama" denilirken, Businessweek, "Goldman hiçbir zaman müşteri ve rakip sıkıntısı çekmedi. Bir de hırs ve atılganlığın Goldman'ı nasıl aşırı güçlü ve büyük yaptığını anlatıyor eski çalışanları..." diyor.

Wall Street Journal'da yazan eski bir Goldman Sachs çalışanı Mary Kissel, gazeteci ve eski bir yatırım bankacısı olan William D. Cohan'ın hükümetle yakın ilişkilerini ve insider trading'in yakınlarında dolaşan çalışma tarzını da açıklıkla ele aldığını ifade ediyor.

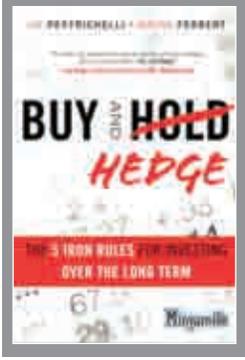


Money and Power: How Goldman Sachs Came to Rule the World

William D. Cohan

Doubleday, Nisan 2011, 672 sayfa.

Keskin düşüslere karşı hedge teknikleri



Buy and Hedge: The 5 Iron Rules for Investing Over the Long Term

Wayne Ferbert, Jay Pestrichelli

FT Press, Ekim 2011,
304 sayfa.

Piyasadaki keskin düşüslere, borsadan büyük bir servet kazanmak isteyenlerin en büyük düşmanıdır. Özellikle son zamanlarda çok daha sık rastlanan bir durum bu: Son 18 yılda S&P 500 Endeksi, 16 aşırı keskin düşüş yaşadı. Kurumlar ve profesyonel yatırımcılar, güçlü hedge teknikleri ile piyasadaki dalgalanmaların risklerini önemli ölçüde azaltmayı başarabiliyorlar. Şimdi sıra bu işi diğer yatırımcıların yapmasına geldi.

İki önde gelen yatırım uzmanı Wayne Ferbert ve Jay Pestrichelli'nin kaleme aldığı Buy and Hedge: The 5 Iron Rules for Investing Over the Long Term (Satın al ve Hedge Yap: Uzun Vadede Yatırım İçin 5 Demir Kural) yatırımcılara, yatırımlarını korumak ve büyütmek için uzun vadeli bir programın parçası olarak hedge yapmayı nasıl uygulayacağını anlatıyor. CNBC'nin Fast Money programının konuk uzmanı olarak tanınan Jay Pestrichelli ile finans endüstrisinin deneyimli ismi Wayne Ferbert yatırımcıların bir yandan vahşi düşüslere karşı sistemli olarak kendilerini korurken, diğer yandan yukarı dönüşlerde portföylerini maksimum seviyede artırmayı nasıl sağlayacaklarını ayrıntılarıyla kaleme almış. Yazarla-

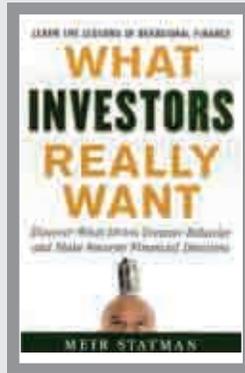
rın tekniklerini uygulamak oldukça kolay ve birçok yatırım enstrümanına uygulanabiliyor. Kitapta, riski yönetmek için opsiyon piyasasının kullanılması, daha fazla temettü kazanılması, nakit paranın verimli bir biçimde yönetilmesi gibi konularda önemli önerilere yer veriliyor.

Ferbert ve Pestrichelli'nin beş Demir Kuralı şöyle: 1) Her yatırımını hedge et, 2) Risk ölçümünü iyi bil, 3) Küçük portföy= Uzun vadeli duruş + Çeşitlendirme, 4) İçinizdeki guruyu yabana atmayın, 5) Kazançlarınızı ve kayıplarınızın hasadını yapın.

TD Ameritrade'in Başkanı Joe Moglia, kitabın günümüz piyasalarındaki yatırımcılar tarafından kesinlikle okunması gerektiğini, yazarların portföy dalgalanmasını azaltan kurallar dizisi önerdiğini ve uzun vadeli yüksek performans için formül sağladıklarını ifade ediyor.

Seeking Alpha adlı tanınmış yatırım sitesinde Brenda Jubin imzasıyla yer alan yazıda ise, kitabın adı gibi basit ancak içerikli olduğu, yazarların getiriye değil, riski kontrol edebilme teknikleri üzerinde durduğu ve uzun vadeli yatırımcılar için önemli tavsiyeler içerdiği belirtiliyor.

Yatırımcılar gerçekte ne ister



What Investors Really Want: Know What Drives Investor Behavior and Make Smarter Financial Decisions

Meir Statman

McGraw Hill, Ekim 2010,
304 sayfa.

Davranışsal finansın önde gelen isimlerinden Meir Statman, bu kitabında yanlış yatırım kararlarında duyguların rolünü analiz ediyor.

Kitabın adı; What Investors Really Want: Know What Drives Investor Behavior and Make Smarter Financial Decisions (Yatırımcı Gerçekte Ne İster: Yatırımcı Davranışlarını ve Akıllı Finansal Kararlar Almayı Ne Tetikler). Kitap ağırlıklı olarak davranışsal finans konusunda ve finansta psikoloji, pazarlama ve araştırmayı bir araya getirip, inceleyerek bu disiplinleri anekdotlar ve son gelişmelerle renklendiriyor. Gerçek hayattan derslerle dolu olan kitap hep eğitici hem de eğlendirici... Ve verdiği ders de şu: Yatırım kararları verirken, duygularımızı değil gerekçeleri kullanacağız.

Sorduğu sorular şöyle: Yatırımcıları etkileyen zihinsel hatalar ve duygular nelerdir? Yatırımcıların istekleri nelerdir? Finansal danışmanlar yatırımcılara nasıl yardımcı olabilir? Risk ve pişmanlığın doğası nedir? Yatırımcılar portföylerini nasıl oluşturur? Duygusallığın etkileri nedir? Sosyal sorumlu yatırımcı ne kadar başarılıdır?

Kitap; yaş, cinsiyet, genetik ve kişiliğin yatırım kararlarını nasıl etkilediğini farklı ülke ve kültürlerden insanların risk ve getiri ile yoksulluk ve refah konu-

larında ne kadar farklı düşündüğünü inceliyor. Ayrıca, yatırım kararlarına neden olan duygu, düşünce ve arzularını da analiz ediyor. Örneğin; Hırs ve korkunun aksine kızgınlığın bazı belirli koşullarda yatırımcının performansını artırabileceğini savunan Statman, kızgınlığın daha yönetilebilir riskleri içeren kararlar almayı hızlandırabileceğini ifade ediyor.

Vanguard Funds'in kurucusu John C. Bogle, "Yatırımda gerçekten başarıya ulaşmak istiyorsanız, kendinizi tanıyın ve karar verirken önünüzü kesen aşırı bilgiç yatırım söylevlerinden arının ya da en aza indirin. Bu kitap bunu yapmak için size fazlasıyla yardımcı olacaktır" diyor.

"Yatırım yaparken genellikle kendi düşmanımız oluruz" diyen A Random Walk Down Wall Street adlı kitabın yazarı Buton Malkiel, bu kitapta davranışsal finans uzmanı Meir Statman'ın hepimizin yaptığı genel hataları ele aldığını ve nasıl daha akıllı kararlar verebileceğimiz konusunda yardımcı olduğunu ifade ediyor.

Russell Investment'in eş başkanı Don Ezra, Meir Statman'ın zeki ve donanımlı bir öğretmen olduğunu ve bu kitabı okuduktan sonra daha akıllı, daha iyi ve daha az gergin bir yatırımcı olacağını vurguladı.

UCITS Pazarında Trendler

Net satışlar

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) 2011 yılı üçüncü çeyrek verilerine göre, UCITS fonlarında kamu borç krizinin başladığı 2010 yılı ikinci çeyreğinden beri ilk kez net para çıkışı yaşandı. UCITS fonlarında bu çeyrekte net para çıkışı 83 milyar Euro'ya ulaştı. İkinci çeyrekte ise 18 milyar Euro net para girişi gerçekleşmişti.

Üçüncü çeyrekte en fazla para çıkışı 78 milyar Euro ile uzun vadeli fonlarda gerçekleşirken, hisse fonlarda net çıkış 43 milyar Euro'ya ulaştı. Tahvil fonları, dengeli/karma fonlardaki çıkış ise sırasıyla 22 milyar Euro ve 15 milyar Euro düzeyinde oldu. Aynı dönemde para pi-

yasası fonlarındaki çıkış miktarı ise azalarak 5 milyar Euro düzeyinde kaldı. İkinci çeyrekte 30 milyar Euro net çıkış yaşanan para piyasası fonlarındaki para çıkışı, 2009 yılı ikinci çeyrekte bu yana devam ediyor.

Üçüncü çeyrekte sadece üç ülkede UCITS fonlarına net para girişi yaşandı. İngiltere'de 3 milyar Euro net giriş olurken, bu ülkeyi Romanya ve Bulgaristan izledi. Açıklanan verilere göre, ülkeler bazında üç milyar Euro üzerinde net para çıkışı olan ülkeler sırasıyla; Lüksemburg (41 milyar Euro), Fransa (22 milyar Euro), İtalya (6 milyar Euro), İsviçre (3 milyar Euro) ve İrlanda (3 milyar Euro).

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

2011 yılının üçüncü çeyreğinde, hisse fonların net aktif değeri %16,1'lik keskin bir düşüşle 1,753 milyar Euro seviyesine geriledi. Hisse fonları, net aktif değerinde %7,2 düşüş yaşayarak 888 milyar Euro'ya inen denge-

li/karma fonlar izledi. Tahvil fonlarının net aktif değeri %1,1 oranında bir azalışla 1,389 milyar Euro oldu. Uzun vadeli fonların aksine, para piyasası fonlarında ise %1,5 oranında artış yaşandı.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı						
UCITS türleri	30/09/2011		31/06/2011 göre değişim		31/12/2010 göre değişim	
	EUR m	Pay	EUR m	Pay ⁽¹⁾	EUR m	Pay ⁽²⁾
Hisse	1,753	32%	-336	-16.1%	-396	-18.4%
Dengeli	888	16%	-69	-7.2%	-32	-3.5%
Toplam Hisse ve Dengeli	2,640	48%	-406	-13.3%	-429	-14.0%
Tahvil	1,389	25%	-16	-1.1%	-5	-0.3%
Para Piyasası	1,124	21%	17	1.5%	-47	-4.0%
Fonların Fonu ⁽³⁾	59	1%	-7	-10.9%	-41	-41.2%
Diğer	260	5%	-8	-2.8%	-15	-5.3%
TOPLAM	5,472	100%	-420	-7.1%	-536	-8.9%
(Garantili Fonlar)	187	3%	-1	-0.5%	-2	-1.3%

(1) Eylül 2011 sonu - Haziran 2011 sonu, (2) Eylül 2011 sonu - Aralık 2010 sonu, (3) Fransa, Lüksemburg, İtalya ve Almanya'da bulunan fon sepetleri hariç, bunlar diğer fonlar içerisinde bulunuyor.

Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

EFAMA'nın yayınladığı 2011 yılı üçüncü çeyrek istatistiklerine göre, Avrupa Yatırım Fonları Sektörü'nde yatırım fonları büyüklüğü yaklaşık %5,4 oranında azalarak 8,1 trilyon Euro'dan 7,67 trilyon Euro'ya gerilemiştir. Buna göre, net aktif değer UCITS'lerde önceki çeyreğe göre %7,1 düşüşle 5,47 trilyon Euro'ya gerilerken, non-UCITS'ler %0,9 azalışla 2,20 trilyon Euro'ya indi.

2011 yılı Eylül sonu itibarıyla, toplam yatırımlar içerisinde UCITS'lerin payı 5,47 trilyon Euro ile %71,4, non-UCITS'lerin payı da 2,19 trilyon Euro ile %28,6 düzeyinde gerçekleşti. Aynı dönemde UCITS fon sayısı 36,225 ile önceki çeyreğin altına inerken, non-UCITS fon sayısı ise 17,707'ye ulaşmıştır.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu						
Üye Ülkeler	30/09/2011		30/06/2011		31/12/2010	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim ⁽¹⁾	EUR m	% değişim ⁽²⁾
Avusturya	139,182	1.8%	145,027	-4.0%	147,245	-5.5%
Belçika	85,043	1.1%	93,854	-9.4%	97,229	-12.5%
Bulgaristan	228	0.0%	233	-2.2%	229	-0.6%
Çek Cumhuriyeti	4,456	0.1%	4,912	-9.3%	4,883	-8.7%
Danimarka	131,695	1.7%	135,986	-3.2%	135,442	-2.8%
Finlandiya	54,107	0.7%	60,536	-10.6%	61,506	-12.0%
Fransa	1,383,895	18.1%	1,476,467	-6.3%	1,502,680	-7.9%
Almanya	1,104,292	14.4%	1,140,540	-3.2%	1,125,277	-1.9%
Yunanistan	7,075	0.1%	8,170	-13.4%	9,128	-22.5%
Macaristan	11,887	0.2%	14,261	-16.6%	13,002	-8.6%
İrlanda	970,574	12.7%	974,335	-0.4%	962,503	0.8%
İtalya	204,589	2.7%	218,522	-6.4%	239,210	-14.5%
Lihtenştayn	30,188	0.4%	31,288	-3.5%	29,478	2.4%
Lüksemburg	2,032,077	26.5%	2,184,999	-7.0%	2,198,988	-7.6%
Hollanda	70,352	0.9%	76,550	-8.1%	78,066	-9.9%
Norveç	59,614	0.8%	67,997	-12.3%	63,847	-6.6%
Polonya	24,181	0.3%	29,443	-17.9%	28,414	-14.9%
Portekiz	22,309	0.3%	24,135	-7.6%	25,730	-13.3%
Romanya	3,417	0.0%	3,324	2.8%	2,961	15.4%
Slovakya	3,358	0.0%	3,712	-9.5%	3,763	-10.8%
Slovenya	1,752	0.0%	2,116	-17.2%	2,272	-22.9%
İspanya	159,704	2.1%	169,024	-5.5%	170,624	-6.4%
İsveç	137,927	1.8%	160,822	-14.2%	166,089	-17.0%
İsviçre ⁽³⁾	262,072	3.4%	268,010	-2.2%	260,979	0.4%
Türkiye	18,216	0.2%	19,698	-7.5%	18,750	-2.8%
İngiltere	744,740	9.7%	791,857	-6.0%	793,957	-6.2%
Tüm fonlar	7,666,931	100.0%	8,105,818	-5.4%	8,142,251	-5.8%
UCITS varlıkları	5,472,420	71.4%	5,892,302	-7.1%	6,007,907	-8.9%
Non varlıkları	2,194,511	28.6%	2,213,516	-0.9%	2,134,343	2.8%

(1) Eylül 2011 sonu - Haziran 2011 sonu, (2) Eylül 2011 sonu - Aralık 2010 sonu, (3) Bu çeyrekte varlık büyümesi Romanya verisinden gelen iki yeni fon kaynaklanıyor, (4) Varlık artışı İsviçre'deki fon sayısı artışından kaynaklanmaktadır.



2011 yılında en fazla altın fonları büyüdü; bu yıl geleneksel ürünlere dönüş bekleniyor

2011 yılında toplam fon pazarı % 9 düşerken, B tipi valörlü fonlar ve likit fonlar sırasıyla % 41 ve % 12 geriledi, A tipi fonlar ise % 1 düşüş kaydetti.

Düşük faiz ortamının da etkisiyle alternatif fonlar ve hisse senedi piyasalarına artan bir talep gözlediğimiz 2010 yılını takiben, 2011 yılı da benzer bir şekilde başladı. Özellikle anapara garantili ve korumalı fonlarda dayanak varlıkları emtia olan ürünler ön plana çıkarken, altın fonlarına artan talep dikkat çekici idi. Bunun yanı sıra 2011 yılının Eylül ayından itibaren başlayan finansal piyasalardaki dalgalanma risk iştahını azaltırken fon pazarından çıkış gözlemlendi. 2011 yılın-

da toplam fon pazarı %9 düşerken, B tipi valörlü fonlar ve likit fonlar sırasıyla %41 ve %12 geriledi, A tipi fonlar ise %1 düşüş kaydetti. Diğer yandan 2010 yılında yüksek talep gören anapara garantili ve korumalı fonlara talep devam ederken, altın fonları da yüksek talep gören bir diğer fon türü oldu.

2011 yılı özellikle tahvil ve bono fonları için olumsuz bir yıl oldu. Tahvil ve bono piyasalarında yılın ilk aylarında gerçekleşen satış dalgası sonrası dar bantlı seyreden

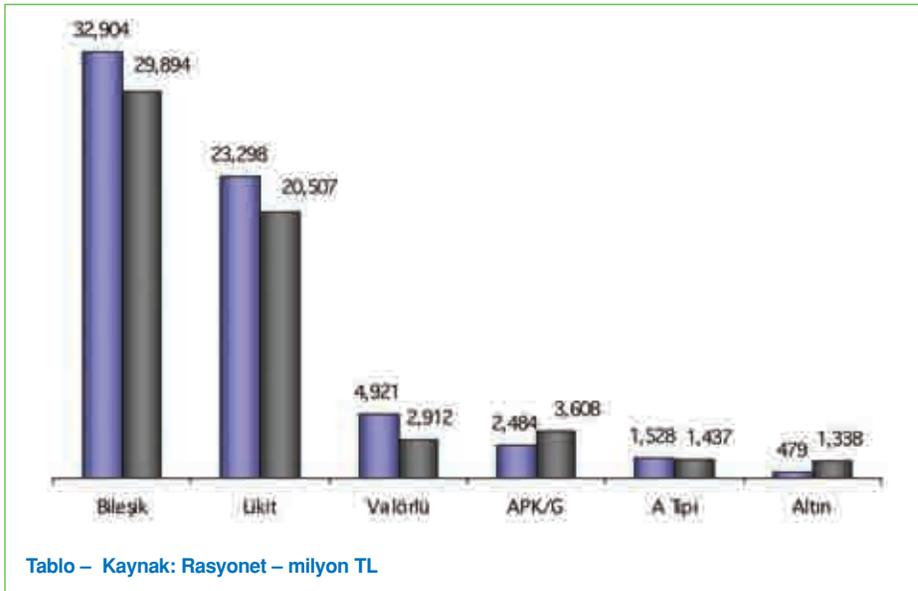
faiz oranları, yılsonuna doğru ikinci bir satış dalgası ile çift haneli rakamlara ulaştı. Faiz hareketleri likit fonlar ile tahvil ve bono fonlarının cazibesini yitirmesine neden olurken Eylül ayından sonra gelen satış dalgası ve faizlerdeki yükseliş trendi bu fonlardan yüksek montanlı çıkış getirdi. Piyasalardaki dalgalanma risk iştahını düşürürken, yatırımcıların sabit getirili fonlar yerine vadeli mevduata olan taleplerinin artmasına neden oldu.

Anapara riski olmadan, yüksek riskli enstrümanlara yatırım yapabilme imkanı sağlayan anapara garantili ve korumalı fonlar, özellikle 2011 yılı başında yüksek talep görürken, değişen piyasa koşulları ile talepte düşüş yaşanmasına rağmen yılbaşına oranla %45 büyüdü ve 3,608 milyon TL hacme ulaştı. Diğer yandan altın fonları 2011 yılında en yüksek büyümeyi kaydeden fon türü olarak 1,338 milyon TL ile %179 büyüdü. (Bknz Tablo) Altın fonları, 2010 yılında toplam fon pazarının %1,5'ünü oluştururken, 2011 sonu itibariyle %4,5 seviyesine ulaştı. Anapara garantili ve korumalı fonlar fon pazarı içerisindeki ağırlığını %7,6'dan %12,1'e artırırken, A tipi fonlar %4,6 iken %4,8 oldu. Likit fonlar %71'den %68,6'ya geriledi ve B tipi valörlü fonlar %15'den %9,7'ye gerileyerek en yüksek kaybı yaşayan tür oldu.

Ekonomik belirsizlikler ile başlayan 2012 yılında, piyasalardaki dalgalanma ve risk iştahındaki düşük seyrin ilk altı ayda devam edeceği beklenmekte. Son iki yılda alternatif enstrümanlara artan talebin, 2012 yılında geleneksel yatırım ürünlerine yöneleceği düşünülüyor. Gerek faizlerdeki artış, gerekse yönetim ücretlerindeki düşüş B tipi fonlara olan talebi artırıcı etki yaratacaktır. Likit fonlar ile tahvil ve bono fonlarının 2012'de fon pazarındaki ağırlığını artıracığı düşünülürken, ekonomik piyasalardaki belirsizliklerin azalarak risk iştahının da artmasıyla beraber, piyasaların alternatif ürünlere yatırım yapmak için fırsat sunacağı beklenmekte.

Bireysel Emeklilik fonları %19'un üzerinde büyüdü

Bireysel Emeklilik fonlarında ise finansal dalgalanmalara rağmen %19'un üzerinde büyüme kaydedilerek, bireysel emeklilik fon pazarı 14,3 milyon TL büyüklüğe ulaştı. En yüksek büyüme gösteren fon türleri Yabancı Para cinsinden fonlar olurken, bu büyümenin büyük kısmı TL'nin diğer döviz birimleri karşısında değer kaybetmesinden kaynaklandı. Diğer fon türleri arasında ise %21,4 büyüme ile ön plana çıkan Dengeli (Esnek & Karma) fonlar oldu.



KYD ENDEKSLERİ

KYD Fon Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	558,89	-0,11	0,10	-0,97	-16,63
	30 Kasım 2011	564,35	-0,15	-0,43	-6,80	-15,82
	31 Ekim 2011	605,51	0,53	0,29	-3,37	-9,68
	30 Eylül 2011	626,62	0,80	2,05	7,48	-6,53
B Tipi	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	1156,46	0,00	0,11	0,63	4,08
	30 Kasım 2011	1149,28	0,02	0,12	0,52	3,44
	31 Ekim 2011	1143,29	0,04	0,05	0,27	2,90
	30 Eylül 2011	1140,19	0,01	0,06	0,36	2,62

KYD FX DIBS Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	130,23	0,01	0,04	0,07	-1,09
	30 Kasım 2011	130,14	0,01	0,04	-0,12	-1,15
	31 Ekim 2011	130,29	0,01	0,22	-0,28	-1,04
	30 Eylül 2011	130,65	0,01	0,04	-0,39	-0,77
USD - TL	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	149,11	-0,91	0,47	2,71	21,77
	30 Kasım 2011	145,18	-0,15	-0,71	5,34	18,56
	31 Ekim 2011	137,82	-0,32	-3,72	-5,93	12,55
	30 Eylül 2011	146,51	0,32	1,39	5,62	19,65
EUR	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	114,25	0,01	0,04	0,09	-1,11
	30 Kasım 2011	114,15	0,01	0,04	-0,96	-1,19
	31 Ekim 2011	114,26	0,01	0,22	-0,25	-1,10
	30 Eylül 2011	114,55	0,01	0,04	-0,37	-0,85
EUR - TL	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	140,93	-0,62	-0,54	-0,22	17,79
	30 Kasım 2011	141,24	-0,46	-1,38	0,17	18,04
	31 Ekim 2011	141,00	-0,42	-2,75	-2,50	17,84
	30 Eylül 2011	144,62	-0,59	1,50	-1,13	20,87

KYD O/N REPO Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	326,05	0,02	0,17	0,78	6,14
	30 Kasım 2011	323,54	0,03	0,19	0,69	5,32
	31 Ekim 2011	321,33	0,08	0,18	0,55	4,60
	30 Eylül 2011	319,58	0,01	0,10	0,47	4,03
BRÜT	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	430,07	0,02	0,20	0,91	7,30
	30 Kasım 2011	426,19	0,03	0,22	0,81	6,34
	31 Ekim 2011	422,77	0,09	0,21	0,66	5,48
	30 Eylül 2011	420,01	0,02	0,12	0,56	4,79

KYD ÖST Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
SABİT	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	107,61	-0,05	0,07	0,66	7,61
	30 Kasım 2011	106,90	0,01	0,12	0,53	6,90
	31 Ekim 2011	106,34	0,07	0,04	0,51	6,34
	30 Eylül 2011	105,80	0,02	0,13	0,72	5,80
DEĞİŞKEN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	110,08	-0,10	0,15	0,82	10,08
	30 Kasım 2011	109,19	0,01	0,16	0,84	9,19
	31 Ekim 2011	108,28	0,08	0,15	0,74	8,28
	30 Eylül 2011	107,49	-0,04	0,93	1,01	7,49

KYD Tufex Endeksi						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TÜFE	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	104,970	0,56	-0,33	1,68	4,97
	30 Kasım 2011	103,240	0,04	-0,20	0,31	3,24
	31 Ekim 2011	102,920	0,17	0,21	1,78	2,92
	30 Eylül 2011	101,120	0,30	-0,34	-0,24	1,12

KYD Altın Fiyat Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
AĞIRLIKLILIKLI ORT.	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	95746,74	1,17	-2,18	-5,81	36,48
	30 Kasım 2011	101652,68	-0,27	0,24	4,80	44,90
	31 Ekim 2011	96994,15	-1,32	0,16	-0,29	38,26
	30 Eylül 2011	97272,34	0,45	-4,55	-3,59	38,65
KAPANIŞ	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	96018,29	1,83	-1,73	-7,37	36,71
	30 Kasım 2011	103660,47	1,50	2,72	6,49	47,59
	31 Ekim 2011	97344,39	-0,90	0,00	0,05	38,59
	30 Eylül 2011	97300,45	1,06	-2,44	-5,29	38,53

KYD TL Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
30 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	619,84	0,05	0,22	0,75	7,32
	30 Kasım 2011	615,22	0,00	0,05	0,58	6,52
	31 Ekim 2011	611,67	0,10	0,11	0,48	5,90
	30 Eylül 2011	608,76	0,02	0,15	0,60	5,40
91 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	826,89	0,08	0,19	0,69	7,25
	30 Kasım 2011	821,26	0,01	0,02	0,74	6,52
	31 Ekim 2011	815,22	0,07	-0,04	0,16	5,73
	30 Eylül 2011	813,95	0,02	0,15	0,62	5,57
182 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	1049,26	0,11	-0,06	0,39	6,61
	30 Kasım 2011	1045,24	-0,01	-0,04	0,72	6,20
	31 Ekim 2011	1037,76	0,12	-0,06	-0,31	5,44
	30 Eylül 2011	1041,01	0,04	0,27	0,65	5,77
365 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	1025,12	0,29	-0,21	0,31	4,80
	30 Kasım 2011	1021,98	0,09	-0,07	0,48	4,48
	31 Ekim 2011	1017,15	0,10	-0,35	-1,07	3,99
	30 Eylül 2011	1028,16	0,07	0,33	0,38	5,11
547 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	232,07	0,32	-0,56	0,33	3,44
	30 Kasım 2011	231,31	0,24	-0,10	-0,08	3,10
	31 Ekim 2011	231,50	0,09	-0,41	-1,50	3,18
	30 Eylül 2011	235,03	0,14	0,48	0,32	4,76
TÜM	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	948,38	0,22	-0,49	0,44	4,36
	30 Kasım 2011	944,25	0,21	-0,08	0,14	3,91
	31 Ekim 2011	942,90	0,10	-0,20	-1,15	3,76
	30 Eylül 2011	953,88	0,10	0,34	0,13	4,97
KYD Kısa (Yeni)	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	111,81	0,14	0,04	0,48	6,36
	30 Kasım 2011	111,28	0,04	-0,01	0,70	5,86
	31 Ekim 2011	110,51	0,11	-0,15	-0,26	5,13
	30 Eylül 2011	110,80	0,04	0,22	0,55	5,40
KYD Orta (Yeni)	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	111,88	0,32	-0,74	0,26	3,14
	30 Kasım 2011	111,59	0,31	-0,12	-0,18	2,88
	31 Ekim 2011	111,79	0,08	-0,37	-1,62	3,06
	30 Eylül 2011	113,63	0,13	0,44	0,19	4,76
KYD Uzun (Yeni)	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	115,77	0,15	-1,26	1,04	1,83
	30 Kasım 2011	114,58	0,33	-0,17	-0,83	0,78
	31 Ekim 2011	115,54	0,12	0,35	-1,49	1,63
	30 Eylül 2011	117,29	0,18	0,26	-1,23	3,17

KYD EUROBOND Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	253,18	0,04	0,11	-0,66	1,39
	30 Kasım 2011	254,87	1,54	1,49	-2,12	2,06
	31 Ekim 2011	260,39	-0,06	2,08	3,27	4,27
	30 Eylül 2011	252,14	0,34	1,84	-2,36	0,97
USD - TL	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	291,43	-0,88	0,55	1,93	24,48
	30 Kasım 2011	285,90	1,38	0,71	3,16	22,12
	31 Ekim 2011	277,14	-0,39	-1,94	-2,61	18,38
	30 Eylül 2011	284,58	0,66	3,24	3,59	21,56
EUR	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	186,83	-0,11	0,03	-0,22	-0,21
	30 Kasım 2011	187,24	0,20	-0,26	-1,02	0,01
	31 Ekim 2011	189,17	0,09	0,59	2,07	1,04
	30 Eylül 2011	185,33	0,09	-0,34	-1,31	-1,01
EUR - TL	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	265,70	-0,73	-0,54	-0,51	18,61
	30 Kasım 2011	267,06	-0,27	-1,66	-0,75	19,22
	31 Ekim 2011	269,09	-0,33	-2,38	-0,20	20,12
	30 Eylül 2011	269,63	-0,50	1,13	-2,04	20,37

KYD 1 Aylık Gösterge Mevduat Endeksi						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TL	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	113,57	0,02	0,16	0,69	7,95
	30 Kasım 2011	112,79	0,02	0,16	0,69	7,21
	31 Ekim 2011	112,02	0,06	0,15	0,64	6,48
	30 Eylül 2011	111,30	0,02	0,15	0,67	5,80
USD	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	104,16	0,01	0,06	0,24	2,70
	30 Kasım 2011	103,91	0,01	0,06	0,24	2,46
	31 Ekim 2011	103,66	0,03	0,06	0,25	2,21
	30 Eylül 2011	103,41	0,01	0,06	0,25	1,96
EUR	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	104,06	0,01	0,05	0,23	2,62
	30 Kasım 2011	103,82	0,01	0,05	0,23	2,39
	31 Ekim 2011	103,58	0,02	0,05	0,24	2,15
	30 Eylül 2011	103,33	0,01	0,05	0,25	1,91

Yatırım Fonlarında 2011 Dördüncü Çeyrek

Genel Değişim

TKYD Kolektif Yatırım Araçlarından yatırım fonlarının portföy değerleri son çeyrekte %8,65 (reel olarak %13,55), borsa yatırım fonları %2.96 (reel olarak %8.16) düşüş göstermiştir. Emeklilik fonları portföy değerleri ise aynı dönemde %2.16 büyümüş, reel olarak %3.32 gerilemiştir.

	03/10/2011	02/01/2012	Değişim %	Reel Artış
Borsa Yatırım Fonları	296.226.040	287.451.582	-2,96%	-%8,16
Emeklilik Fonları	14.027.688.716	14.330.187.886	2,16%	-%3,32
Yatırım Fonları	28.225.787.573	25.782.874.522	-8,65%	-%13,55
Yatırım Piyasa	42.549.702.329	40.400.513.990	-5,05%	-10,14%

Açıklama: Yukarıdaki tablo 3/10/2011 ile 2/1/2012 verileri ile hesaplanmıştır.

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

Tüm Fon Sınıflarında Büyüklük ve Değişimler

Yeni sınıflandırma sonrası, tüm fon sınıf ve alt sınıflarının detaylı görülebildiği aşağıdaki tabloyu incelediğimizde, son üç aylık dönemde emeklilik fonları haricindeki yatırım araçlarının portföy değerlerinde düşüş yaşanmıştır. Tüm piyasada bu oran %5,05, reel olarak ise %10,14 tür. Piyasanın yatırımcı sayısına bakıldığında ise %1,83 artış görülmektedir.

Yatırım fonlarında, para piyasası fonları piyasanın %51,20'si oluştururken, emtia fonları %3,36'sını, borsa yatırım fonları ise

piyasanın %0,71'ini oluşturmaktadır. Bireysel emeklilik fonlarının portföy değerleri %1,63 oranında, gruplara yönelik emeklilik fonlarının ise %10,09 oranında arttığını görebiliyoruz.

Yatırımcı sayılarında bireysel %3,03, gruplarda ise %4,84 artış görülmektedir. Toplam piyasa oranına baktığımızda ise, emeklilik fonlarının piyasanın %35,47'sini oluşturduğunu görüyoruz.

Bu yeni sınıflandırma ile artık benzer fonları daha rahat ve daha doğru bir şekilde karşılaştırabilir duruma gelinmiştir.

		İlk Fon Sayısı	Son Fon Sayısı	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim %	Reel Artış	İlk Kbps	Son Kbps	Değişim %	Reel Artış	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
Yatırım Fonları	Emtia	15	15	1.453.024.536	1.356.736.318	-6,63%	-11,63%	79.158	77.801	-1,71%	-6,98%	3,41%	3,36%	
	Esnek	42	43	790.091.798	647.914.680	-18,00%	-22,39%	22.042	18.656	-15,36%	-19,90%	1,86%	1,60%	
	Fon Sepeti	3	3	13.390.830	11.890.138	-11,21%	-15,96%	181	155	-14,36%	-18,95%	0,03%	0,03%	
	Hisse Senedi Yoğun	Endeksli Fonlar	17	17	309.015.449	260.567.606	-15,68%	-20,20%	18.329	17.523	-4,40%	-9,52%	0,73%	0,64%
		Hisse Fonları	30	30	514.362.343	436.290.400	-15,18%	-19,72%	23.385	22.416	-4,14%	-9,28%	1,21%	1,08%
			47	47	823.377.792	696.858.006	-15,37%	-19,90%	41.714	39.939	-4,26%	-9,38%	1,94%	1,72%
	Karma	Dengeli Karma Fonlar	37	38	482.682.049	433.108.491	-10,27%	-15,08%	228.632	237.149	3,73%	-1,83%	1,13%	1,07%
		Hisse Karma Fonları	11	11	67.549.712	60.225.637	-10,84%	-15,62%	2.158	1.941	-10,06%	-14,87%	0,16%	0,15%
			48	49	550.231.761	493.334.128	-10,34%	-15,14%	230.790	239.090	3,60%	-1,95%	1,29%	1,22%
	Para Piyasası	Kısa Vadeli Bono Fonları	6	7	5.176.751	62.443.863	-16,94%	-21,39%	5.577	67.967	1118,70%	1053,41%	0,18%	0,15%
		Likit Fonlar	51	51	22.231.724.717	20.624.110.572	-7,23%	-12,20%	2.842.905	2.769.940	-2,57%	-7,79%	52,25%	51,05%
			57	58	22.306.901.468	20.686.554.435	-7,26%	-12,23%	2.848.482	2.837.907	-0,37%	-5,71%	52,43%	51,20%
	Tahvil Bono	Endeksli Fonlar	1	1	11.411.524	7.886.533	-30,89%	-34,59%	55	39	-29,09%	-32,89%	0,03%	0,02%
		Özel Sektör Tahvil Bono Fonları	3	3	3.555.140	3.311.301	-6,86%	-11,85%	392	387	-1,28%	-6,56%	0,01%	0,01%
		Tahvil Bono Fonları	50	50	1.392.791.221	1.186.606.460	-14,80%	-19,37%	166.245	156.064	-6,12%	-11,15%	3,27%	2,94%
		Uzun Vadeli Tahvil Bono Fonları	28	29	750.993.444	568.846.622	-24,25%	-28,31%	29.434	26.601	-9,62%	-14,47%	1,76%	1,41%
			82	83	2.158.751.330	1.766.650.916	-18,16%	-22,55%	196.126	183.091	-6,65%	-11,65%	5,07%	4,37%
	Uluslararası	Hisse Fonları	8	8	98.713.108	93.207.450	-5,58%	-10,64%	3.023	3.107	2,78%	-2,73%	0,23%	0,23%
		Karma Fonlar	1	1	1.199.879	1.134.705	-5,43%	-10,50%	409	416	1,71%	-3,74%	0,00%	0,00%
Tahvil Bono Fonları		7	7	30.105.071	28.593.746	-5,02%	-10,11%	5.535	5.623	1,59%	-3,85%	0,07%	0,07%	
		16	16	130.018.058	122.935.901	-5,45%	-10,51%	8.967	9.146	2,00%	-3,47%	0,31%	0,30%	
Borsa Yatırım Fonları		12	12	296.226.040	287.451.582	-2,96%	-8,16%	536	499	-6,90%	-11,89%	0,70%	0,71%	
Emeklilik Fonları	Bireysel	Büyüme Amaçlı Fonlar	26	26	2.062.483.752	1.937.460.137	-6,06%	-11,09%	1.136.023	1.166.247	2,66%	-2,84%	4,85%	4,80%
		Diğer Fonlar	19	19	2.509.661.407	2.462.830.750	-1,87%	%	1.353.362	1.387.063	2,49%	-3,00%	5,90%	6,10%
		Gelir Amaçlı Fonlar	53	53	7.367.692.135	7.607.858.324	3,26%	-2,27%	2.841.796	2.965.108	4,34%	-1,25%	17,32%	18,83%
		Para Piyasası Fonları	18	18	1.209.399.267	1.354.914.572	12,03%	5,03%	1.238.602	1.250.216	0,94%	-4,47%	2,84%	3,35%
			116	116	13.149.236.560	13.363.063.782	1,63%	-3,82%	6.569.783	6.768.634	3,03%	-2,49%	30,90%	33,08%
	Gruplara Yönelik	Büyüme Amaçlı Fonlar	6	6	50.047.794	50.889.924	1,68%	-3,76%	22.357	23.108	3,36%	-2,18%	0,12%	0,13%
		Diğer Fonlar	9	10	292.948.340	311.361.720	6,29%	0,59%	61.375	63.884	4,09%	-1,49%	0,69%	0,77%
		Gelir Amaçlı Fonlar	14	14	527.465.037	589.223.924	11,71%	5,72%	114.587	119.956	4,69%	-0,92%	1,24%	1,46%
		Para Piyasası Fonlar	1	1	7.990.985	15.648.536	95,83%	85,34%	2.378	3.465	45,71%	37,90%	0,02%	0,04%
			30	31	878.452.155	967.124.104	10,09%	4,20%	200.697	210.413	4,84%	-0,78%	2,06%	2,39%
Piyasa		468	473	42.549.702.329	40.400.513.990	-5,05%	-10,14	10.198.476	10.385.331	1,83%	-3,62%			

Açıklama: Yukarıdaki tablo 3/10/2011 ile 2/1/2012 verileri ile hesaplanmıştır. KBSS, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı, Reel artış aynı dönemdeki enflasyondan ayrıştırılarak hesaplanmıştır.