

## Değerli Okurlar,

**T**ürkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin Şubat ayında yapılan 13. Olağan Genel Kurul Toplantısı'nın ardından yeni Yönetim ve Denetim Kurullarımız belirlendi. Yeni Yönetim Kurulumuz, ortak vizyonumuz çerçevesinde bugüne kadar olduğu gibi bundan sonra da Kolektif Yatırım Araçları Sektörümüzün öncelik ve ihtiyaçlarını belirleyerek, çözüm önerilerinin geliştirilmesine yönelik her türlü çalışmayı yapacaktır.

Sermaye piyasası için önemli bir yıla girdik. Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılması beklenen yeni düzenlemeler, kolektif yatırım araçları ve portföy yönetimi sektörümüzün önünü açacak önemli değişiklikler içeriyor. Portföy yönetimi şirketlerine fon kurma yetkisi verilmesi, beklediğimiz önemli düzenlemelerden biri olacak. Derneğimizin yeni kanuna ilişkin görüş ve önerileri SPK'ya iletildi.

Sermaye piyasası kurumlarının tek çatı altında birleşmesini öngören Sermaye Piyasaları Birliği kanun çalışmaları içinde yer alıyor. TKYD de kanun yasalastıktan sonra bu konudaki çalışmalara katılacak.

Dergimizin TKYD sayfalarında ilk çeyrekteki yoğun gündemimizi ve yapılan çalışmalara ilişkin detaylı bilgileri bulabilirsiniz.

İlki 2009 yılında gerçekleştirilen Portföy Yönetim Şirketleri Çalışan Profili Anketi'ni bu yıldan itibaren düzenli olarak gerçekleştireceğiz.

TKYD Mart ayında, ilgili sermaye piyasası kurumları ile birlikte Sermaye Piyasası Kuruluşları Yatırımcı Seferberliği İşbirliği Protokolü'nü imzaladı. Dergimizin kapak konularından birini bu önemli girişime ayırdık. Diğer kapak konumuzu ise kayda değer bir ivme gözlenen Serbest Fonlar oluşturdu.

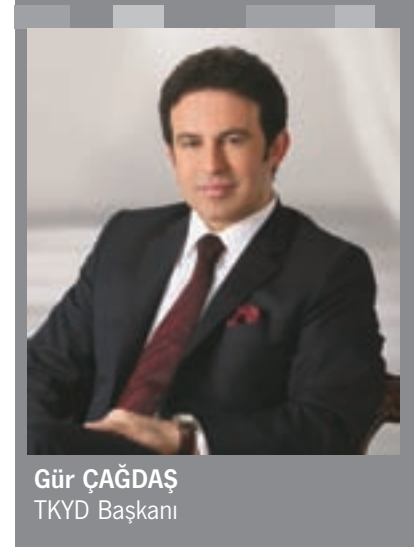
Sektör Analizi sayfalarımızda ise, yine dikkat çekici bir gelişimin yaşandığı Özel Sektör Borçlanma Araçları'na ilişkin ihraççı kurumların değerlendirmeleri yer alıyor. Mevzuat bölümümüzde, Temmuz ayı başında yürürlüğe girecek yeni Türk Ticaret Kanunu'nda sermaye piyasaları ile ilgili önemli bazı düzenlemeleri irdelenen bir hukuk çalışmasını bulacaksınız. Bu sayıda yabancı konumuz ise Fransa Portföy Yönetimi Derneği.

Yılın ikinci çeyreğine yönelik fon yöneticileri beklenti anketi, ekonomide beklentilere ilişkin bir akademisyen görüşü, fon dünyasından haberler, yatırımcı kitaplığı, EFAMA verileri ve dönemsel yatırım fonları analizinin de yer aldığı sektör verileri, ülkemizden ve dünyadan en güncel gelişme ve verileri bulabileceğiniz sayfaları oluşturuyor.

Keyifli okumalar diliyorum.

Saygılarımla,

**Gür Çağdaş**  
**TKYD Başkanı**



**Gür ÇAĞDAŞ**  
TKYD Başkanı

*Sermaye piyasası için önemli bir yıla girdik. Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılması beklenen yeni düzenlemeler, kolektif yatırım araçları ve portföy yönetimi sektörümüzün önünü açacak önemli değişiklikler içeriyor. Portföy yönetimi şirketlerine fon kurma yetkisi verilmesi, beklediğimiz önemli düzenlemelerden biri olacak. Derneğimizin yeni kanuna ilişkin görüş ve önerileri SPK'ya iletildi.*

kurumsal  
yatırımcı

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

**Sorumlu Yazı İşleri Müdürü**  
Tülin Özyaydın

**Editör**  
Güzin Övünç

**Yayın Kurulu**  
Halim Çun  
Dr. Alp Keler  
Ceren Anglı  
Dr. Engin Kurun  
Cenk Aksoy  
Mehmet Ali Ersarı  
Doc. Dr. Mehmet Horasanlı  
Tayfun Oral

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

**Reklam Müdürü**  
Selin Sözer

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

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

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

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

**Baskı**  
VERİTAS BASKI MERKEZİ  
Tel: 0212 294 50 20

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

## içindekiler

**4** SEKTÖRDEN HABERLER

**8** TKYD ANKET  
**FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ  
2. ÇEYREK / 2012**

**10** TKYD'DEN  
TKYD'de yeni dönem



**14** KAPAK YATIRIMCI SEFERBERLİĞİ  
İŞBİRLİĞİ PROTOKOLÜ

**16** YATIRIMCI SEFERBERLİĞİ ARAMA KONFERANSI

**18** YATIRIMCI SEFERBERLİĞİNİN ÖNEMİ  
İsveç'te Bir Fon Fuarından İzlenimler

**20** SEKTÖR ANKETİ  
**PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ  
ÇALIŞAN PROFİLİ ANKETİ 2012**

**22** KAPAK SERBEST FONLAR  
Serbest Fonlar Görücüyeye Çıktı

**23** Serbest Fonlar: "HEDGE"  
Fonlarının Türkiye'ye Uyarlaması  
Melih Önder, Yönetim Kurulu Başkanı  
Logos Portföy Yönetimi A.Ş.

**25** Serbest Fonlar Riskli mi?

**27** Serbest Fonların Türkiye'deki Gelişimi  
Semih Kara, Portföy Yöneticisi / Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

**29** Serbest Fonların Büyüme Potansiyeli ve Etkenler  
Mehmet Gerz, Genel Müdür Yardımcısı / CIO Ata Portföy Yönetimi A.Ş.  
Emre Karakurum, Alternatif Yatırımlar Fon Yönetimi Yetkilisi  
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.



**31 FON YÖNETİMİ**

POLSAN PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.  
Dr. Sinan Okumuş, Yönetim Kurulu Başkanı  
Polsan Portföy Yönetimi A.Ş.

**32 EKONOMİST**

Türkiye Ekonomisi; Göstergeler ve Gelişmeler  
Prof. Dr. Erhan Aslanoğlu  
Marmara Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü

**36 SEKTÖR ANALİZİ****Yatırımcı Özel Sektör Tahvillerine Yönelde**

**37** Hazine kısa vadeden çekilince banka bonosuna talep arttı  
Gülün Yılmaz, Hazine Uzmanı  
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

**40** Gayrimenkul geliştirme ve yatırım sektöründe ilk tahvil ihracını gerçekleştiren Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş.  
Serap Mutlu, Yatırımcı İlişkileri Müdürü

**42** Yeni enstrüman ihracında sektöre öncülük eden Aktif Yatırım Bankası A.Ş.  
Aktif Bank Ekonomik Araştırmalar Birimi

**58 YATIRIMCI KİTAPLIĞI****61 EFAMA**  
UCITS Pazarında Trendler**63 DÜNYA YATIRIM FONLARI****64 SEKTÖR VERİLERİ**  
YATIRIM FONLARI ANALİZ**65 KYD ENDEKSLERİ****66 SEKTÖR VERİLERİ****44 MEVZUAT**

Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası  
Y. Özge OKAT, Eski SPK Başuzmanı Pekin & Pekin

**50 YABANCI KONUK**

Fon Finansal Yönetiminde Avrupa Lideri Fransa  
Stéphane Janin, Uluslararası İlişkiler Bölümü Direktörü, AFG  
Carlos Pardo, Ekonomik İlişkiler Bölümü Direktörü, AFG

**54 FON DÜNYASI**

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

Pimco'nun Total Return Fonu'nun, şimdi Borsa Yatırım Fonu da çıktı!

Avrupalı Fon Yöneticileri başarılı

Hedge Fonlar artıda, ancak yeterli değil

DWS Investments satılıyor mu?

Para Piyasası Fonlarında Reform tartışmaları



## SEKTÖRDEN HABERLER

### YENİ KURULAN YATIRIM FONLARI \*

- Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin her biri bir milyar TL başlangıç tutarlı, "Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Katılım Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu", "Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Grup Katılım Esnek Emeklilik Yatırım Fonu", "Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Büyüme Amaçlı Katılım Esnek Emeklilik Yatırım Fonu" ve "Asya Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Gelire Endeksli Senetler Emeklilik Yatırım Fonu"
- Bizim Menkul Değerler A.Ş.'nin, 50 milyon TL başlangıç tutarlı "Katılım Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu"
- Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş.'nin her biri beş milyar TL başlangıç tutarlı, "Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu", "Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Para Piyasası Likit – Kamu Emeklilik Yatırım Fonu", "Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu", "Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Esnek Emeklilik Yatırım Fonu" ve "Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Karma Borçlanma Araçları Döviz Emeklilik Yatırım Fonu"
- Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.'nin, 50 milyon TL başlangıç tutarlı "Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. B Tipi Silverplus Gümüş Borsa Yatırım Fonu"



## YENİ FAALİYET İZİNLERİ, SERMAYE ARTIŞLARI\*

- Finansbank A.Ş.'nin kurucusu olduğu "Finansbank A.Ş. Mali Sektör Dışı NFIST İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu"nun "Finansbank A.Ş. İstanbul Silver B Tipi Gümüş Borsa Yatırım Fonu"na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verildi.
- Info Yatırım A.Ş.'nin, İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.'de sahip olduğu imtiyazlı paylarının tamamını oluşturan 50.000 TL nominal tutarlı A grubu imtiyazlı ortaklık paylarının VBG Holding A.Ş.'ye devrine izin verildi.
- Mira Menkul Değerler A.Ş.'nin kurucusu olduğu "Mira Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Tahvil ve Bono Fonu"nun, Osmanlı Menkul Değerler A.Ş.'ye devredilmesi ve unvanının "Osmanlı Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Tahvil ve Bono Fonu" olarak değiştirilmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verildi.
- "Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Değişken Fonu"nun "Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Kısa Vadeli Tahvil ve Bono Fonu"na dönüştürülmesi ve portföy yöneticisinin değiştirilmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verildi.
- Logos Portföy Yönetimi A.Ş.'nin tamamı nakden karşılanmak üzere, sermayesinin 500.000 TL'den 800.000 TL'ye artırılması amacıyla esas sözleşmesinin tadil edilmesi talebi olumlu karşılandı.
- "Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Likit Fon"un, "Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Kısa Vadeli Tahvil ve Bono Fonu"na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verildi.
- Finansbank A.Ş.'nin, kurucusu olduğu "Finansbank A.Ş. European Equity B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Fonu"nun, "Finansbank A.Ş. A.B.D. Hazine Bonosu Dolar B Tipi Borsa Yatırım Fonu"na dönüştürülmesi ile fon tutarının 20 milyon TL'den 500 milyon TL'ye artırılması nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliklerine izin verilmesi ve artırılan tutarı temsilen ihraç edilecek katılma paylarının Kurul kaydına alınması talepleri olumlu karşılandı.
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin kurucusu olduğu "İstanbul Portföy İş Yatırım B Tipi Likit Yatırım

Fonu"nun "İstanbul Portföy İş Yatırım B Tipi Kısa Vadeli Tahvil ve Bono Fonu"na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

## MEVZUAT

**Seri:V, No:130 sayılı "Portföy Yönetim Şirketleri Tarafından Yatırılan Teminatların Kullanım Esasları Tebliği" 13/03/2012 tarih ve 28232 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi.** Tebliğ ile,

- Portföy yönetim şirketlerinin sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle Sermaye Piyasası Kurulu adına yatırımları teminatların şekli, miktarı, kullanımı, yatırılacağı yer ve zaman düzenlendi.
- Faaliyetleri kendi talepleri doğrultusunda veya Kurulca durdurulan portföy yönetim şirketlerinin teminatlarının serbest bırakılmasına ilişkin esaslar belirlendi.
- Faaliyetleri Kurulca durdurulan Şirketlere ilişkin olarak, ilgili Şirket hakkında tedrici tasfiye veya iflas kararı mevcut ise, şirketlerin teminatlarının tedrici tasfiye veya iflas süreci sonuçlanıncaya kadar serbest bırakılmayaacağı hususu hükme bağlandı.

**Seri:VII, No:43 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" 21 Mart 2012 tarih ve 28240 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi.** Tebliğ ile getirilen bazı değişikliklere göre,

- Devlet iç borçlanma senetlerine alternatif olarak Özel Sektör Borçlanma Araçlarının (ÖSBA) koruma amaçlı alt fon portföyüne dahil edilmesine ve ÖSBA dahil edilen koruma amaçlı alt fonların Tebliğ'in 42/1-(a) maddesinde yer alan "*portföy değerinin %10'undan fazlası bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılamaz.*" hükmünden istisna tutulmasına yönelik düzenleme yapıldı. Yoğunlaşma sınırına ilişkin tanınan bu istisna garantili alt fonları da kapsıyor. Böylece, koruma amaçlı ve garantili alt fonların portföylerinin büyük bir kısmı tek bir ihraççının menkul kıymetinden oluşabilecek. Yatırım yapılacak banka borçlanma araçları dışındaki özel sektör borçlanma araçları için, ihraççının yatırım yapılabilir seviyede derecelendirme notuna sahip olması şartı getirildi. Fon unvanlarında da söz konusu ÖSBA yatırımı ifadesine yer verilecek. ÖSBA'lara yatırım yapan alt fonların katılma payı satışının gerçekleştirilmesinde, yatırımcıların fon izahnamesi ve sirkülerinin okunup anlaşıldığı ve risklerin algılandığı bilgisini

içeren yazılı pay alım talimatları alınacak.

- Tebliğ'in 12. maddesine fon hizmet biriminin kurucu, yönetici veya sözleşme ile hizmet sağlayan başka bir kuruluş nezdinde oluşturulabileceğine ilişkin hüküm eklendi. Bununla birlikte, fonun faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında dışarıdan sağlanan hizmetlerden yararlanılması halinde kurucunun sorumluluğu da ortadan kalkmıyor.
- Fon portföy yöneticilerinin, fon portföyünü içtüzük ve izahnamede yer alan esaslara uygun olarak yönetmesi gerektiğine ilişkin olarak Tebliğ'in 41. maddesine; fon kurucusunun da fonun faaliyetlerinin içtüzük ve izahnamede yer alan esaslara uygun olarak yürütülmesinden sorumlu olduğuna ilişkin olarak Tebliğ'in 6. maddesine hüküm eklendi.
- Şemsiye fonlar ile alt fonların başvuru standartlarının Kurulca belirlenerek ilan edilmesine ilişkin olarak Tebliğ'in 5/D maddesine hüküm eklendi.

## KURUMLARDAN HABERLER

**İMKB, finansal bilgilendirme platformu "Bilinçli Yatırımcı" portalını, 12 Mart'ta "www.bilincliyatirimci.org" adresinde hizmete sundu.** Yatırımcı seferberliği kapsamında oluşturulan portal, öncelikle sermaye piyasaları ve borsa hakkında merak ettikleri kavramları öğrenmek, bilgilenecek ve yatırım yapmak isteyen kişilere ışık tutacak, eğitim modülleri ve eğlenceli videolarla yatırımcıları sermaye piyasaları hakkında bilgilendirecek. Eğitim modüllerinin yanı sıra "Borsa Terimleri Sözlüğü" bölümünde genel kavramlar; "E-Kütüphane" ile pek çok doküman; "Haberler" bölümü ile İMKB ve portalla ilgili güncel haberler yatırımcıların erişimine sunulacak. Portalda ayrıca, yatırımcıların görüş ve önerilerini bildirebileceği "Yatırımcı Forumu" ve "Anket" bölümleri de bulunuyor. Yatırımcılardan gelecek talepler doğrultusunda yeni eğitim modülleriyle sürekli geliştirilmesi planlanan portalda yer alan etkileşimli e-egitimler de yatırımcılara ücretsiz sunuluyor. Kullanıcılar, "Bilinçli Yatırımcı" portalını aynı zamanda portalın Facebook ve Youtube sayfalarından da takip edebilecekler.

**Rhea Portföy, Genel Müdürlük görevine Dr. Tüba Turan**

**Somer'i atadı.** Yaklaşık 20 yıl kadar Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin farklı departmanlarında çalışan Somer, Rhea Portföy Yönetimi A.Ş.'deki görevine 1 Şubat 2012 tarihi itibarıyla başladı.

2010 yılında kurulan ve önde gelen bağımsız portföy yönetimi şirketlerinden biri olarak çoklu varlık sınıfı platformu ile sektörde özel bir konuma sahip olan Rhea Portföy Yönetimi'nde Satış Pazarlama Bölümü Liderliğine Banu Kavak getirildi. Kavak, Merrill Lynch Varlık Yönetimi Yatırım Danışmanlığı Direktörü olarak görev yapıyordu.

Satış ve Pazarlama Bölümüne Taner Çelik ve Ayşegül Kaya Direktör, Hande Avcı da Portföy Yöneticisi olarak atandı.

### **Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş. Genel Kurulu Yapıldı.**

2011 yılında kurulan Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.(SPL)'nin 1.Olağan Genel Kurulu 27 Mart 2012 tarihinde İstanbul SPK temsilciliğinde gerçekleştirildi.

Açılışını Yönetim Kurulu Başkanı Bekir Sıtkı Şafak'ın yaptığı toplantıda, şirketin faaliyet raporu ve 2012 yılı bütçesi onaylanarak, yeni Yönetim Kurulu belirlendi. TKYD'nin de %10 ortaklığının bulunduğu Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.'nin yeni Yönetim Kurulu şu şekilde belirlendi; Yönetim Kurulu Başkanı Bekir Sıtkı Şafak (SPK), Yönetim Kurulu Üyeleri; Kürşad Sait Babuçcu (SPK), Saim Kılıç (İMKB), Çetin Ali Dönmez (VOB), Yakup Ergincan (MKK), Sezai Bekgöz (Takasbank), Alp Tekince (TSPAKB), Vesile Şarlıoğlu (TSPAKB), Tefik Metin Ayışık (TSPAKB), İlker Mahmut Kalın (Değerleme Uzmanları Birliği), Gür Çağdaş (TKYD), Denetçiler; Ümit İhsan Yayla, Adnan Bahar ve İbrahim Ethem Sancak. Yener Yıldırım ise şirketin Genel Müdürlüğü'nü sürdürüyor.

2011 Haziran ayında tüzel kişilik kazanan şirketin temel amacı, sermaye piyasası alanında faaliyet gösterecek kuruluşlar ile sermaye piyasası kurumlarının yönetici ve diğer çalışanlarının mesleki yeterliliklerini gösterir lisans vermek, eğitim programları düzenlemek, sermaye piyasası çalışanlarının sicilini tutmak ve bunların denetimini yapmak.

### **Notus Portföy Yönetimi, 5 Nisan itibarıyla faaliyet iznini aldı.**

Şirketin Yönetim Kurulu Başkanlığı'nı Naim Koçer, Genel Müdürlüğünü Murat Sağman, Genel Müdür Yardımcılığını ise Doç. Dr. Evren Bölgün yapıyor.

*Bu sayfalarda yer almasını istediğiniz haber ve duyuruları [info@tkyd.org.tr](mailto:info@tkyd.org.tr) adresine gönderebilirsiniz.*

# fondakimuzik.com

Fondaki müzik yatırımlarını  
fonda değerlendirenler için çalışıyor.

Ayrıntılı bilgi için:  
[www.fondakimuzik.com](http://www.fondakimuzik.com)



**TKYD**

Türkiye Kurumsal Yatırım Yöneticileri Derneği  
KURULUŞU: 1999





## FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 2. ÇEYREK / 2012

# ABD VE AVRUPA MERKEZ BANKALARININ ALACAĞI KARARLAR PIYASALARDA BELİRLEYİCİ OLACAK; İÇERİDE CARİ AÇIK VE ENFLASYON İZLENİYOR

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi”ne göre, ikinci çeyrekte yatırım kararı verilirken gözler, ABD ve Avrupa Merkez Bankalarının alacağı kararlarda olacak. Fon yöneticileri ekonomide ise, cari açık ve enflasyon verilerini takip edecek.

İkinci çeyrek için herhangi bir yatırım aracı belirgin olarak öne çıkmazken, tercihler kısa vadeli hazine bonosu/repo, hisse senedi, uzun vadeli tahvil ve altın olarak sıralandı. Kolektif yatırım araçları piyasasının yaklaşık yüzde 90’ını temsil eden Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin katılımıyla gerçekleştirilen Anket’e 26 fon yöneticisi katıldı.

### FED ve ECB’nin alacağı kararlar belirleyici

Piyasalarda belirleyici olacak etken	%	Kişi
Petrol fiyatlarındaki dalgalanma	8	2
Ekonomik durgunluk belirtileri	4	1
Avrupa’daki sorunlu ekonomilerin durumu	19	5
FED ve ECB politikaları	54	14
TCMB para politikası kararları	15	4
Ortadoğu’daki gelişmeler	-	-
Diğer	-	-

Anket, son iki çeyrekte Avrupa’daki sorunlu ekonomilerin durumuna odaklanan piyasaların önümüzdeki üç aylık dönemde ise, ABD Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası’nın (ECB) alacağı kararları takip edeceğini gösterdi. Katılımcıların %54’ü öncelikle FED ve ECB’nin alacağı kararları takip ettiğini belirtti.

### İkinci çeyrek için yatırım aracı tercihleri farklılaştı

Yatırım aracı hangisi olur?	%	Kişi
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	27	7
Hisse senedi	23	6
Altın	15	4
Uzun vadeli tahvil	19	5
Euro/dolar	4	1
Emtia	4	1
Diğer	8	2

Ankete katılan fon yöneticilerinin yatırım tercihlerinde herhangi bir yatırım aracı öne çıkmadı. Katılımcıların %27’si ilk çeyrekte olduğu gibi kısa vadeli hazine bonosu/repo’yu tercih ederken, hisse senedi ve uzun vadeli tahvil sırasıyla %23 ve %19 oranlarında bu çeyreğin aracı olarak belirtildi. Altın ise %15 oranında tercih edilerek, onların gerisinde kaldı.



## 2012'de en iyi performansı ABD piyasası gösterecek

Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?	%	Kişi
ABD	54	14
Avrupa	-	-
Asya	4	1
Gelişmekte olan piyasalar	27	7
BRIC ülkeleri	15	4
Latin Amerika	-	-
Diğer	-	-

Geçtiğimiz çeyrekte olduğu gibi bu çeyrekte de anket, yılın en iyi performansının ABD piyasasında olacağı beklentisini gösterdi. Katılımcıların yüzde 54'ünün cevabı ABD oldu. Onu yüzde 27 oranında belirtilen gelişmekte olan piyasalar takip etti.

## En önemli göstergeler cari açık ve enflasyon

En çok hangi ekonomik gösterge takip edilecek?	%	Kişi
Enflasyon	27	7
Büyüme	12	3
Cari açık	30	8
Döviz kuru	19	5
Bütçe açığı	-	-
Petrol fiyatları	12	3
Diğer	-	-

Fon yöneticileri ikinci çeyrekte piyasaların seyri konusunda, ilk çeyrekte de takip edilen cari açık ve enflasyonu en önemli gösterge olarak alacak. Geçtiğimiz çeyreğin öne çıkan göstergesi olan döviz kuru takip edeceğini belirtenlerin oranı ise bu çeyrekte geriledi.

## YATIRIM ARAÇLARI İKİNCİ ÇEYREK BEKLENTİLERİ

### Gösterge bono faizi

Gösterge faiz	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK %
Ortalama tahmin	9,45	8,87	10,09

### İMKB-100 endeksi

İMKB-100	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	62,212	57,150	66,512

### Euro/TL kuru

EUR/TL	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	2,35	2,27	2,44

### Döviz Sepeti

Döviz Sepeti	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	2,07	2,00	2,15

### İkinci Çeyrekte Bazı Yatırım Araçlarının Yönü

#### Brent Petrol

	%	Kişi
Yükselir	46	12
Düşer	19	5
Değişmez	35	9

#### Altın

	%	Kişi
Yükselir	42	11
Düşer	27	7
Değişmez	31	8

### Anket katılımcılarının kurumları:

Ak Portföy Yönetimi A.Ş.	HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.
Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.	ING 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.	Vakıf Portföy Yönetimi A.Ş.
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.	Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.	Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.	Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.
Halk Portföy Yönetimi A.Ş.	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.

### TCMB politika faiz oranı

TCMB politika faizi	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK %
Ortalama tahmin	5,72	5,74	5,75

### ABD Doları/TL kuru

USD/TL	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
Ortalama tahmin	1,79	1,74	1,85

### İkinci çeyrek için en çok tavsiye edilecek fon sınıfı: Hisse Yoğun Fonlar

Fon yöneticileri ikinci çeyrekte tavsiye edecekleri fon sınıflarını TKYD yeni fon sınıflandırmasına göre belirlediler. Anketin ilgili sorusuna cevap veren 24 fon yöneticisinin tercihlerine göre, en fazla tavsiye edilen fon sınıfı 12 katılımcının listesinde yer alan Hisse Yoğun Fonlar oldu, sekiz katılımcı da bu fon sınıfına listesinin ilk sırasında yer verdi. Bu sınıf kapsamında tavsiye edilen alt sınıf ise ağırlıklı olarak Hisse Fonlar oldu.

Tahvil Bono Fonları ise 11 katılımcının listesinde yar alarak Hisse Yoğun fonları takip etti. Bu sınıf kapsamındaki alt sınıflar arasında, yine tahvil bono fonları öne çıkarken az sayıda katılımcı özel sektör tahvil bono ve uzun vadeli tahvil bono alt sınıflarını belirtti.

Ankette sekiz katılımcının listesinde Esnek ve yine aynı sayıdaki katılımcının listesinde Para Piyasası Fonları yer aldı. Para Piyasası Fonları alt sınıfı olarak ise ağırlıklı Kısa Vadeli Bono fonlarının tercih edildiği gözlemlendi, likit fon sadece iki katılımcının listesinde yer aldı.

Ayrıca, Emtia Fonları beş katılımcının, Karma Fonlar ise dört katılımcının listesinde belirtildi. Dört katılımcı ise fon sınıfı belirtmeden Anapara Korumalı Fonlara tavsiye listesinde yer verdi.

### Perakende, Gayrimenkul-İnşaat ve Bankacılık ikinci çeyrekte gözde sektörler

Yılın ilk çeyreğinde fon yöneticilerinin radarına giren perakende sektörü, ikinci çeyrekte de cazibesini koruyor. Fon yöneticilerinin geçen yıl boyunca favorisi olan bankacılık ve gayrimenkul sektörleri ise bu çeyrekte tekrar gözde sektörler arasında yer aldı. Anketin ilgili sorusuna cevap vererek tercih ettiği üç sektörü sıralayan 23 katılımcıdan dokuzu perakende sektörünü, dokuzu gayrimenkul-İNŞAAT sektörünü listesine koydu. Onları yedi katılımcının listesinde yer alan bankacılık izledi. Bankacılık sektörü altı katılımcının listesinde ilk sırada yer alırken; perakende sektörüne üç katılımcı, madencilik, gayrimenkul ve enerji sektörlerine ikişer katılımcı tarafından listelerinin ilk sırasında yer verildi.

# TKYD'de yeni dönem

*İlk çeyrekte yeni yönetimini belirleyen TKYD'nin gündemi yoğunlu: Sermaye piyasasında yeni kanun beklenirken, fon sınıflandırması heyecanına yatırımcı seferberliği eklendi.*

**S**ermaye Piyasasının yeni mevzuatının hayata geçmesinin beklenildiği 2012 yılına yeni yönetimi ile başlayan Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD), ilk üç aylık dönemde 13. Olağan Genel Kurul Toplantısı, yeni Yatırım Fonları Sınıflandırmasının tanıtımı ve Yatırımcı Seferberliği Protokolünün İmzalanmasını da kapsayan yoğun bir çalışma dönemi geçirdi.

TKYD'nin 16 Şubat'ta yapılan 13. Olağan Genel Kurulu Toplantısında, Yönetim Kurulu Başkanlığı'na Garanti Portföy Yönetimi A.Ş. Yönetim Kurulu Başkan Vekili Gür Çağdaş ve Yönetim Kurulu Başkan Yardımcılığı'na da Libera Portföy Yönetimi A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı Didem Gordon yeniden seçildiler.

## Yeni Fon Sınıflandırması Basın Toplantısı ile tanıtıldı

TKYD'nin kurumsal ve bireysel yatırımcıların ihtiyaçlarını daha iyi karşılayabilmek için karşılaştırma ölçütlerinde yer alan varlık oranlarını esas alınarak hazırladığı yatırım fonlarının sınıflandırma kurallarına ilişkin yeni düzenleme 8 Şubat'ta İstanbul Movenpick Hotel'de düzenlenen basın toplantısında tanıtıldı.



**TKYD Yönetim Kurulu, (Soldan Sağa)**

Adnan Güzel, Engin Kurun, Ömer Yenidoğan, Gürman Tevfik, Didem Gordon, Gür Çağdaş, Gülsevin Yılmaz, Cenk Aksoy, Cem Yalçınkaya, Alp Keler, Halim Çun, Fatih Arabacıoğlu

TKYD Başkanı Gür Çağdaş, yeni sınıflandırmanın kolektif yatırım araçlarının gelişimine önemli katkılar sağlayacağını belirterek, "Yeni sınıflandırma sistemi yatırım fonlarını uluslararası standartlarda bir yatırım ürünü haline getirecektir. 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 olacak. Yeni düzenlemeler rekabeti de arttıracaktır" dedi.

Bundan sonraki adımın ise derecelendirme çalışması olacağını söyleyen Çağdaş, "Fonların hangi sınıfa girdiği bilgisinin belirli bir standartta kamuya sunulması, bağımsız kurumlar tarafından fonların derecelendirilmesi uygulamasını da önümüzdeki dönemde yaygınlaştıracaktır," diye konuştu.

TKYD yeni fon sınıflandırması [www.tkyd.org.tr](http://www.tkyd.org.tr) web sitesinde yayınlanıyor. Yeni sınıflandırma tablosu ile fonların kıyaslamaları her türlü kriter açısından objektif olarak yapılabiliyor.

## TKYD Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı'na ilişkin görüşü SPK'ya iletti

Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı'na ilişkin sektör görüşü oluşturulması için 19 Mart tarihinde Mevzuat Komitesi tüm Portföy Yönetim Şirketleri temsilcileri ile bir araya geldi.

Derneğimiz Mevzuat Komitesi'nin, kanun taslağına ilişkin sektör görüşlerini derleyerek ve uluslararası mevzuattan faydalanarak hazırladığı görüşü, Yönetim Kurulu'nda onaylanarak SPK'ya sunuldu. 2012 yılı Haziran ayında yasalması beklenen yeni kanunun, ülkemizin sermaye piyasalarının gelişiminde büyük öneme haiz olan kurumsal yatırımcı tabanı ve yatırım yönetimi sektörünün gelişimine ve global standartlarda faaliyet göstererek büyümesine önemli katkı sağlayacağına inanılıyor. Kanunun Haziran ayında yasalması bekleniyor.

### Derneğin kanun tasarısı ile ilgili görüşleri aşağıda verilen ana başlıklar altında toplanmıştır:

- "Kolektif Yatırım Araçları" tanımının yeni Kanun'da yer alması gereği, Kolektif Yatırım Araçlarının tanımının uluslararası kabul görmüş mevzuat da dikkate alınarak genişletilmesi,
- Kanun taslağında "Fon Yönetim Şirketi" olarak tanımlanan Portföy Yönetim Şirketlerinin ünvanının hâlihazırda kullanılan "Portföy Yönetimi Şirketi" olarak devam ettirilmesi,
- Portföy Yönetim Şirketlerinin faaliyet alanlarının mevcut faaliyetleri de kapsayacak ve AB standartları ile uyum gösterecek şekilde tanımlanması ve PYŞ'lere fon kurma yetkisi verilmesi,
- Bağımsız Yatırım Danışmanlığı



TKYD Olağan Genel Kurul Toplantısı

sisteminin hayata geçirilmesi için Kanun kapsamında öneriler,

- Kurulması hedeflenen Sermaye Piyasaları Birliği'ne ilişkin görüşler, ve
- Ceza maddeleri hakkındaki düzenlemelere ilişkin öneriler.

### Yatırımcı Seferberliği İşbirliği Protokolü imzalandı

Sermaye Piyasası Kuruluşları Yatırımcı Seferberliği İşbirliği Protokolü 5 Mart'ta İstanbul'da imzalandı. Protokolde şu kurumlar yer aldı:

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (Takasbank), Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK), Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOB), İstanbul Altın Borsası (İAB), Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) ve Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş. (Eğitim Merkezi).

Protokol kapsamında düzenlenecek eğitim ve tanıtım faaliyetlerinin yürütülmesi, daha önce başlatılmış

olan ortak faaliyetlerin sürdürülmesi ve koordinasyonu amacıyla kurumların üst düzey katılımcılarından oluşturulan koordinasyon grubunda Derneğimizi, TKYD Yönetim Kurulu Üyesi ve Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Dr. Alp Keler temsil edecek.



## İMKB'de Kurumsal Yatırımcılarla İlişkiler Komitesi toplantısı yapıldı

İMKB'de Kurumsal Yatırımcılarla İlişkiler Komitesi (KYİK) Toplantısı 29 Mart'ta yapıldı.

Toplantıya İMKB Başkanı, Başkan Yardımcıları, İMKB KYİK üyeleri, ilgili birim yetkilileri ile TKYD Yönetim Kurulu Üyeleri ve kurumsal üyeler katıldı. Komite toplantısında, bireysel tasarrufların kurumsal yatırım araçları vasıtasıyla yatırıma yönlendirilmesinin sermaye piyasalarının gelişimi ve büyümesi için büyük önem taşıdığı belirtildi.

Kurumsal yatırımcı tabanının genişletilmesine yönelik İMKB ve TKYD üyeleri ile ortak çalışma grubu kurularak, bir yol haritası belirlenmesi kararı alındı. Ayrıca, yatırım fonlarında vergisel teşviklerin yapılması ve kurumsal yatırımcıların vergilendirilmesi konularında daha etkili olabilmek amacıyla ortak hareket edilmesi kararlaştırıldı.

İMKB'de Özel Sektör Tahvilleri konusunda piyasa yapıcılığı kapsamında çalışmalar da devam ediyor. Bu mekanizmanın 2012 yılı sonunda faaliyete geçmesi planlanıyor.

## Takasbank Platform Toplantıları

Elektronik Fon Platformu çalışmaları kapsamında, Takasbank yetkilileri ile 15 Mart'ta, Takasbank ve SPK yetkilileri ile 29 Mart'ta toplantılar yapıldı. Takasbank tarafından 2008 yılından bu yana çalışmaları devam eden ve 24 Ocak 2011'de devreye alınan "Fon Dağıtım Platformu"nun mevcut durumu görüşüldü.

Bireysel tasarrufların kurumsal yatırım araçları vasıtasıyla yatırıma yönlendirilmesinin sermaye piyasalarının gelişimi ve büyümesi için büyük önem taşıdığına vurgu yapılarak, fon sektörünün gelişimi için amacın bankaların dağıtım kanalları ile kendi fonlarını pazarlaması yerine, performansların değerlendirilmesi olması gerektiği, bunun da ancak tüm fonların ortak bir platformda yer alması ve serbest rekabet ortamında alınıp satılabilirliği halinde mümkün olacağına dikkat çekildi.

"Fon Dağıtım Platformu"nun daha aktif çalışabilmesi amacıyla, İMKB ile de ortak çalışmalar yapılacak. Sistemin daha aktif hale gelmesi için altyapı çalışmaları ve kullanım ağının genişletilmesine yönelik en uygun sistemin oluşturulmasına gayret edilecek.

## TKYD - TSPAKB Eğitim Toplantısı ve Arama Konferansı

TSPAKB ve TKYD'nin önümüzdeki döneme ilişkin işbirliğini geliştirmek amacıyla 2 Mart'ta yapılan toplantıda, TSPAKB'nin yatırım seferberliği kapsamında eğitim projeleri ve TKYD ile ortak yürütülebilecek çalışmalar hakkında görüşler paylaşıldı.

TSPAKB yetkilileri lisanslama eğitimlerinin yeni kurulan Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu'na geçmiş olması sebebiyle, TSPAKB'nin eğitim faaliyetlerinde ağırlığın daha çok mesleki eğitimlere, yatırımcı seferberliği ve halka arz seferberliği kapsamındaki çalışmalara kaydırıldığını belirtti.

Eğitim faaliyetlerinde mesleki eğitim toplantıları, halka açık şirketler, Rekabet Kurulu toplantıları, kurumsal yönetim konularının ön plana çıktığı ifade edilerek, sektör personelinin eğitime yönelik programlar üzerinde çalışıldığı kaydedildi. Eğitim toplantılarında TKYD ile de önümüzdeki dönemde işbirliği yapılmasının sektörün gelişimine yardımcı olacağı belirtildi.

TKYD ayrıca, TSPAKB'nin 10 Mart'ta düzenlediği "Yatırımcı Seferberliği Arama Konferansı"na katıldı. Konferansla ilgili geniş bir değerlendirme dergimiz içeriğinde ayrıca yer alıyor.



## TKYD'den bireysel yatırımcılar için yeni web sitesi: [www.fondakimizik.com](http://www.fondakimizik.com)

Tasarruf bilincinin artırılması ve kurumsal yatırımcıların yanı sıra, bireysel yatırımcının da alternatif yatırım ürünlerini tanıyıp yatırımlarını yönlendirmesine katkı sağlamak amacıyla, TKYD bünyesinde yeni bir web sitesi daha kuruldu. Mart ayında CNBC-e'de bir reklam yayınıyla birlikte web sitesi de yayına başladı. Burada temel olarak yatırım fonunun tanıtımı, kimlerin yatırım fonu alıp satabileceği, fon alım-satımına ilişkin temel bilgiler, yatırım fonlarının diğer yatırım araçlarından farkı, gibi sorulara da cevap veriliyor.



## Sermaye Piyasası Kuruluşları Yatırımcı Seferberliği İşbirliği Ortak İletişim Platformu

### YATIRIM YAPIYORUM YATIRIMCILARIN YENİ BULUŞMA NOKTASI

[www.yatirimyapiyorum.gov.tr](http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr)



[www.facebook.com/YatirimYapiyorum](https://www.facebook.com/YatirimYapiyorum)



Emeklilik Planlama

- Bireysel Emeklilik Sistemi
- Sanal Portföy Simülasyonu

- Web Tabanlı Bilgi Yarışması
- Sermaye Piyasası Terimleri Sözlüğü



Çocuklarınız için  
Yatırım Yapın



Birikimlerinizi  
Değerlendirin...

- Yatırımcılara Yönelik Etkinlik Takvimi
- Sermaye Piyasası kuruluşlarından Güncel Makaleler

SERMAYE PİYASASI KURULUŞLARI  
YATIRIMCI SEFERBERLİĞİ İŞBİRLİĞİ PROTOKOLÜ

## YATIRIMCI SEFERBERLİĞİ İŞBİRLİĞİ PROTOKOLÜ

*Yatırımcı Seferberliği İşbirliği Protokolü tüm sermaye piyasası kurumları işbirliğinde, sermaye piyasaları konusunda yürütülecek eğitim tanıtım koordinasyonu sağlanmasını ve ortak faaliyetler düzenlenmesini kapsayacak.*



**S**ermaye Piyasası Kurulu (SPK), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş (VOB), Takas ve Saklama Bankası A.Ş (TAKAS-BANK), Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş (MKK), İstanbul Altın Borsası (İAB), Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) ve Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş'nin (Eğitim Merkezi) taraf olduğu **“Sermaye Piyasası Kuruluşları Yatırımcı Seferberliği İşbirliği Protokolü”**

05 Mart 2012 tarihinde imzalandı. İşbirliği protokolü imza töreni, SPK Başkanı Vedat Akgiray, İMKB Başkanı İbrahim Turhan, TSPAKB Başkanı Attila Köksal, VOB Genel Müdürü Çetin Ali Dönmez, Takasbank Genel Müdürü Murat Ulus, MKK Genel Müdürü Yakup Ergincan, İAB Başkanı Osman Saraç, TKYD Başkanı Gür Çağdaş ve SPL Eğitim Merkezi Genel Müdürü Bekir Yener Yıldırım'ın katılımlarıyla gerçekleştirildi.

SPK Başkanı Vedat Akgiray imza töreninde yaptığı konuşmasında; sermaye piyasasının arz tarafının geliştirilmesi için 2008 yılında SPK, TOBB, TSPAKB ve İMKB arasında imzalanan İşbirliği Protokolü ile başlatılan Halka Arz Seferberliği kapsamında çeşitli illerde halka arz seminerleri düzenlenerek, şirketlerin sermaye piyasalarından fon temini hakkında bilgi edinmesinin sağlandığını; piyasaların talep tarafında ise yatırımcıların finansal bilgiye erişiminin kolaylaştırılması, finansal okuryazarlık ve farkındalık düzeyinin artırılması, yatırımcıların bilinçli ve etkin karar verebilmelerinin sağlanması amacıyla bir süredir yürütülen finansal eğitim ve tanıtım çalışmalarının, bu protokol ile çok daha geniş kitlelere ulaşacağını

inandığını ifade etti. Protokol, tüm bu sermaye piyasası kurumları işbirliğinde, sermaye piyasaları konusunda yürütülecek olan eğitim ve tanıtım çalışmalarında koordinasyonun sağlanmasını ve ortak faaliyetler düzenlenmesini kapsıyor.

Yatırımcı Seferberliği İşbirliği Protokolünün amaçları;

- Türkiye'deki finansal okuryazarlık düzeyi ile sermaye piyasası farkındalığını artırmaya yönelik eğitim ve tanıtım faaliyetlerinde bulunmak,
- Sermaye piyasamızın yurtiçi ve yurtdışında tanıtımını yapmak,
- İstanbul'un uluslararası bir finans merkezi olması hedefine katkı sağlayacak ortak bir 'Yatırımcı Seferberliği'ni başlatmaktır.

Yukarıda belirtilen tüm bu amaçların başarılı bir şekilde hayata geçirilmesi için, SPK tarafından 2011 Ocak ayında yatırımcılara yönelik olarak kullanıma açılan 'Yatırım Yapıyorum' web sitesinin [www.yatirimyapiorum.gov.tr](http://www.yatirimyapiorum.gov.tr)

[www.yatirimyapiorum.gov.tr](http://www.yatirimyapiorum.gov.tr) ortak iletişim platformu olarak kullanılması adına imza attık. Bunun dışında, protokol tarafı olan sermaye piyasası kurumlarının web sitelerinde ve yine bu kurumlar tarafından hazırlanan yayınlarda, yürütülen tüm aktiviteler, çalışmalar hakkında bilgilere, ilan ve reklamlara yer vererek, ülke çapında bir farkındalık yaratmayı hedeflemekteyiz.

Ülke çapında yürütülen finansal eğitim ve tanıtım çalışmaları kapsamında, sermaye piyasası kurumları, ortak bir şablon altında, kendi faaliyet alanı içerisine giren konular hakkında dokümanlar hazırlayarak, her türlü bilgi ve belgeye kolay erişilmesini sağlayacaklardır. Buna ek olarak, finansal eğitim konusundaki ulusal ve uluslararası düzenlemelerin takibine ilişkin yazılı ve görsel dokümanlar hazırlanacak, eğitim ve çalıştaylar da düzenlenecektir. Protokol taraflarının üyelerinin, üyelerinin çalışanlarının ve kendi çalışanlarının finansal eğitim ile ilgili çalışmaları takip etmeleri, ulusal ve



uluslararası düzenlemeler hakkında bilgi sahibi olmaları amacıyla yazılı ve görsel dokümanlar temin edilecek, eğitim ve çalıştaylar düzenlenecektir.

SPK tarafından İstanbul Finans Merkezi Projesi kapsamında halihazırda yürütülen birçok çalışma bulunmaktadır. İstanbul Finans Merkezi çalışmaları kapsamında önceliğimiz, finansal piyasalarda şeffaflığın artırılması ve yatırımcıları bilgilendirme mekanizmalarının geliştirilmesidir. Aynı şekilde, 22 No'lu eylem (İstanbul Finans Merkezi Projesi kapsamında oluşturulan "Piyasalar ve Enstrümanlar Komitesi"nin 22 nolu eylem alt çalışma grubu "Sermaye Piyasaları Finansal Eğitim ve Tanıtım Projeleri" ni yürütmektedir.) göz önünde bulundurulduğunda, yatırımcıların, sermaye piyasaları, sermaye piyasası kurumları, sermaye

piyasası araçları, yatırımcıları korumaya yönelik sistemler, riskler ve benzeri konularda bilgilendirilmesi önem arz etmektedir. Bu kapsamda, protokol üyesi sermaye piyasası kurumlarının da katılımıyla İstanbul Finans Merkezi 22 No'lu eylemiyle ilgili olarak hâlihazırda planlanan ve gerçekleştirilen faaliyetlere yatırımcı seferberliği işbirliği protokolü kapsamında da devam edilecektir.

Bu doğrultuda sermaye piyasasının tüm kurumları ile ve diğer ilgili paydaşlarla birlikte, farklı hedef kitlelere ulaşmayı hedefliyor ve uzun vadede finans kültürünün yerleşmesini, bireysel ve toplumsal refahın artırılmasını sağlamak için faaliyetlerimizi sürdürüyoruz. Bu kapsamda, kurumlar arasında koordinasyonun sağlanması ile birlikte, farklılaştırılmış içerik ve kanallar kullanarak, yatırımcılar

(mevcut, kayıp, potansiyel), öğrenciler (ilk/ortaöğretim, üniversite), öğretmenler (ilk/ortaöğretim, üniversite), meslek grupları (ev hanımları, hukukçular), odalar, dernekler, vakıflar, medya, sektör çalışanları, yurtdışındaki Türkler, yabancı yatırımcılar ve benzeri hedef kitlelere ulaşılması planlanmaktadır.

Diğer taraftan, Finansal İstikrar Komitesi (FİK) üyesi kurumlar ve Kalkınma Bakanlığı ile işbirliği içerisinde, Kurulumuz koordinatörlüğünde Finansal Eğitim Ulusal Stratejisi ve Eylem Planı'nın oluşturulmasına yönelik çalışmalar hızla devam etmektedir. Stratejinin yürürlüğe girmesi ile birlikte finansal eğitim konusunda yürütülecek tüm faaliyetler bütüncül bir yaklaşımla ele alınacak ve faaliyetlerin stratejide belirlenen ilkeler çerçevesinde yürütülmesi sağlanacaktır.

## YATIRIMCI SEFERBERLİĞİ ARAMA KONFERANSI

**T**ürkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından 10 Mart 2012 tarihinde düzenlenen "Yatırımcı Seferberliği" konulu Arama Konferansı, sermaye piyasası kurumlarının üst düzey yöneticilerinin katılımı ile gerçekleştirildi. Yaklaşık 150 kişinin yer aldığı konferansta, katılımcılar arasında TCMB, Maliye Bakanlığı, SPK, İMKB, VOB, İAB, Takasbank,

MKK, SPL, TSPAKB, TKYD, aracı kuruluşlar, portföy yönetim şirketleri, yatırımcı dernekleri, basın yayın kuruluşları ve üniversitelerden temsilciler yer aldı.

**Prof. Dr. Oğuz Babüroğlu tarafından yönetilen Arama Konferansı beş aşamada uygulandı:**

1. Arama Konferansı'ndan beklentiler
2. Dünyadaki ve Türkiye'deki yatırımcı seferberliğini etkileyebilecek

akımlar beyin fırtınası

3. Olumlu ve Olumsuz Akımlar
4. Yatırımcı seferberliği tasarım çalışması
5. Genel değerlendirme

Konferansın ilk bölümünde Oğuz Babüroğlu ve TSPAKB Başkanı Attila Köksal birer konuşma yaparak çalışmalarda uygulanacak yöntemi ve günün sonunda varılmak istenen hedefleri katılımcılara



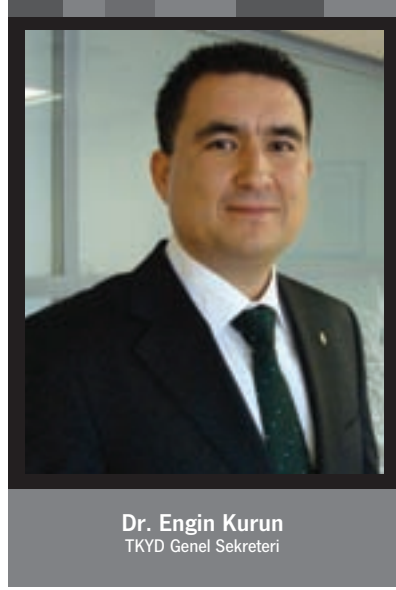
anlattılar. Buna göre beyin fırtınası ile belirlenen yatırımcı seferberliğini etkileyecek olumlu ve olumsuz faktörler, kademeli olarak grup çalışmaları ile belirlenerek bütünlüştürme çalışmaları yapılacak ve en önemli unsurlar belirlenecekti.

Akımlar beyin fırtınası uygulaması ile başlayan çalışmalarda, katılımcılarca ifade edilen 135 adet olumlu ve olumsuz faktörü içeren tespit ve öneri değerlendirildi. Konferans katılımcıları olumlu ve olumsuz olmak üzere iki ana grup altında toplanan altı alt grupta, olumlu ve olumsuz akımlara ilişkin öncelikleri belirledi. Daha sonra bu altı alt grubun sözcüsü tarafından sunumlar gerçekleştirildi. Alt gruplar bazında yapılan sunumlarda ortak noktalar tespit edilerek, iki ana başlıkta olumlu ve olumsuz akımlar toplandı. Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Vedat Akgiray, olumsuz akımların genel sunumunu gerçekleştirenken, olumlu akımların sunumu Emin Çatana tarafından yapıldı. Olumlu akımlar altı, olumsuz akımlar ise sekiz alt başlıkta toplandı.

#### **Yatırımcı seferberliği tasarımı çalışmasında ise bu kez katılımcılar aşağıda belirtilen gruplara ayrıldı:**

1. Güven
2. Düzenlemeler
3. Yeni nesil
4. Kurumsal yatırımcı
5. Ürün çeşitliliği / getirisi
6. Tasarruf / kadın

**Oğuz Babüroğlu tarafından yapılan yönlendirme konuşmasında, her grupta lobi sorunu ve finansal okuryazarlık temalarının da tartışılması gereği belirtilmiştir. Her**



**Dr. Engin Kurun**  
TKYD Genel Sekreteri

#### **grupta yapılacak değerlendirmede yanıt aranan sorular aşağıdaki gibidir:**

1. Hangi stratejiler ve faaliyetlerle?
2. Hangi mesajlar ve iletişim mekanizmaları ile?
3. Hangi organizasyon ve işbirlikleri ile?
4. Nasıl bir zamanlama ve kaynak ile?

Kurumsal Yatırımcı dergisi okuyucularının ilgi alanı olması açısından burada sadece 4. gruptaki sonuçlara yer verilmiştir. Diğer gruplar bir bütünün parçaları olması açısından aynı önemdedir ve detaylı bilgi TSPAKB'nin konferans raporundan temin edilebilir.

Arama Konferansında katılımcılar tarafından tespit edilen, yatırımcı seferberliği kapsamında kurumsal yatırımcıların etkisinin nasıl yönetileceğine ilişkin bulgular ve öneriler aşağıdaki başlıklarda sunuldu:

- Kurumsal yatırımcının sermaye piyasalarındaki önemi ve etkinliğinin artırılması
- Bireysel yatırımcıların kurumsal fonlar aracılığı ile yatırıma yönlendirilmesi
- Bireysel emeklilik, kıdem tazminatı fonu gibi uygulamalarda vergi teşviki
- Altyapı ve teknolojinin etkin bir şekilde kullanılması
- Kamu/yarı kamu fonlarının kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilmesi
- Vakıf varlıklarının kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilmesi önündeki engellerin kaldırılması
- Yılda bir kez kurumsal yatırımcı forumu düzenlenmesi
- Yatırımcılara tanıtım ve güvenin öne çıkarıldığı medya kampanyaları
- Yatırım kulüplerinin oluşturulması için mevzuatın oluşturulması
- İMKB'de fon pazarının kurulması/işletilmesi
- 5 yıllık plan hazırlanması
- BES'lerin sharpe rasyosu iki yıl üst üste %2'nin üzerinde olan yatırım fonu ve MKYO'lara yatırım yapabilmesi
- Devlet, Birlikler, derneklerin katılımı ile yurtiçi ve yurtdışı yatırımcı konferansları düzenlenerek yatırımcının bilgilendirilmesi
- Rating, eğitim ve lisanslama çok önemlidir

İlgili başlıklardaki aksiyonların derhal hayata geçirilmesi ve finansman ayağının sermaye piyasası kurumlarının yaratacağı ortak bir kaynak ile oluşturulması konularında tüm katılımcılar görüş birliğine varmıştır.

Konferansı düzenleyen, değerli görüşleri ile katkı sağlayan ve emeği geçen herkese teşekkür ediyoruz.



## YATIRIMCI SEFERBERLİĞİNİN ÖNEMİ İsveç'te Bir Fon Fuarından İzlenimler

**S**ermaye piyasalarımızda arzu edilen derinlik ve hacme ulaşılabilmesinin bir yolunun da yatırımcılarımızın sermaye piyasalarına olan ilgisinin artırılması olduğu düşünüldüğünden, son dönemde yatırımcı seferberliğine

yönelik toplantı ve konferanslar düzenleniyor. Ancak itiraf etmeliyim ki, hiç birisi beni Stockholm'de özel bir bankanın tertip ettiği yatırım fonu fuarı kadar etkilemedi.

Lüksemburg'da kurulu olan fonumuz **Turkifund**'ın, İsveçli yatırım-

cılara satışı ile ilgili olarak geçen yıl İsveç menşeli özel bir banka ile dağıtım anlaşması imzalamıştık. İlgili banka satışını yaptığı fonların birinci elden müşterilerine tanıtımını sağlamak amacıyla, Mart ayında bir fuar düzenleyeceğini duyurdu ve bize katılıp katılamayacağımız



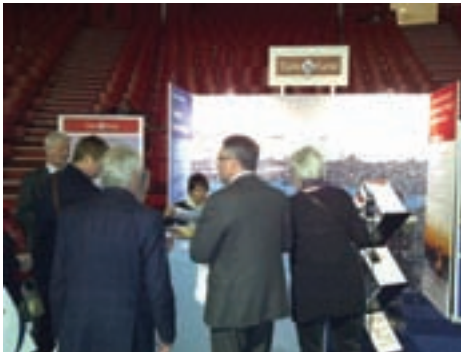
**Tevfik Eraslan**  
Genel Müdür Yardımcısı  
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

soruldu. Biz de, doğrudan yatırımcılarla bir araya gelebileceğimiz ve ürünümüzü tanıtılabileceğimiz bir fuarda yer almaktan dolayı mutlu olacağımızı belirttik. Fuar günü geldiğinde her türlü basılı tanıtım malzememizle birlikte Stockholm'de bulunan Ericsson Globe buz hokeyi salonuna gittik. Dev bir küre şeklinde dizayn edilmiş olan salon yaklaşık 14.000 kişi kapasiteli idi. Buz hokeyi pisti, portföy yönetim şirketlerinin stantları ve açık oturum yapılabilecek bir platformla donatılmıştı. İş Portföy ile birlikte yaklaşık 35 portföy yönetim şirketinin standının bulunduğu oyun alanında sabah saatleri boyunca hazırlıklar yapıldı ve saat üçte Salon'un kapıları ziyaretçilere açıl-

dı. Kapılar açıldığı anda, bizdeki futbol maçlarına olan ilginin bir benzeri manzara ile karşı karşıyaydım. Yüzlerce yatırımcı farklı kapılardan akın akın içeriye giriyordu. Her bir portföy yönetim şirketinin standının önünde bilgi almak için bekleyen yatırımcılar sorular soruyor, yanıtları defterlerine not ediyorlardı. Gelen yatırımcıların kurumsal olmadığını bireysel yatırımcılar olduğunu ve emeklilikleri için fonlar aracılığıyla en doğru kararı vermeye çabaladıklarını gördüm. İlerleyen saatlerde ülkenin önemli ekonomistlerinin davet edildiği panel alanında binlerce kişi tartışılan konuları dinliyor ve sorular yöneliyordu. Paneli izleyen ulusal TV kanalları ve gazeteler, tartışma konularını izleyici ve okuyucularına aktarma heyecanı içindeydiler. Akşam dokuz olduğunda fuar sona erdi. Yorgunduk ancak yüzlerce müşteriye erişmenin ve ülkemde bugüne kadar şahit olmadığım bir tablonun içinde olmanın verdiği keyifle, fuar alanından ekibimizle birlikte ayrıldık.

Son dönemde yapılan yatırımcı seferberliği ile ilgili girişimlerin son derece önemli olduğu kanaatindeyim. Sadece aracı kurumların, portföy yönetim şirketlerinin, halka açık şirketlerin ve halka arz edilmek için bekleyen şirketlerin olduğu, yerli yatırımcıların olmadığı piyasaların ne kadar cılız ve kırılğan olduğunu kendi örneğimizden veya bizim

konumumuzdaki diğer ülke sermaye piyasalarından gözlemleyebiliyoruz. Yerli yatırımcının sermaye piyasalarına olan ilgisinin artması, piyasalardaki hacmi ve derinliği artırırken, oynaklığı önemli ölçüde azaltacaktır. Tasarruf oranının artmasıyla yatırımcı ilgisindeki artış eşanlı gerçekleşeceğinden cari işlemler açığının azaltılmasından, uzun dönemli finansmanın sağlanmasına ve ülkenin rekabet gücü artışına kadar başka bir yazının konusu olabilecek birçok fayda birlikte elde edilebilecektir. Yatırımcı eksikliğinin fark edilmiş olması ve aksiyon alınmaya başlanmış olması sevindiricidir. Ancak Stockholm'deki yatırım fuarı örneğinden de oldukça uzak olduğumuz bir gerçektir. Bu manada yatırımcının sesine daha fazla kulak veren düzenlemelere ve kurumlara ihtiyaç duyulduğu ortadadır. Yatırımcının arzu ettiği ürünleri sunan şirketler, küçük yatırımcıyı koruyan düzenlemeler, yatırımcıyı özendirerek teşvikler arzu ettiğimiz ortamın oluşmasına destek olacaktır. Profesyoneller olarak ortaya koyduğumuz çabaları, doğru ve yoğun bir iletişimle yatırımcılara aktardığımız takdirde iyi sonuçlar alınacağı kesindir. İnsanlarımızın aklını ve gönlünü kazanmaya çıktığımız çok zahmetli ve uzun bir yolun başındayız, ancak ülkemize ve insanlarımızıza sağlayacağı faydaları düşündüğümde tüm bunlara değeceğine inanıyorum.







## PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞAN PROFİLİ ANKETİ 2012

*Portföy Yönetimi Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çalışan profilini ortaya koyup, sektörün büyüme trendine ilişkin verileri oluşturmayı amaçlayan ve ilki 2009 yılında gerçekleştirilen Portföy Yönetim Şirketleri Çalışan Profili Anketi, son iki yıl içinde sektöre yeni katılan kurumların da katılımlarıyla yeniden düzenlendi. Anket çalışması, bundan böyle her yıl tekrarlanacak.*

*Ankete toplam 31 portföy yönetim şirketinden 26'sı katıldı. Sektörde toplam çalışan sayısı 469'a ulaşmış bulunuyor. Kadro büyüklüğü açısından Yapı Kredi Portföy 54 kişi ile, bayan çalışan oranında da Ashmore Portföy %53 ile ilk sırada yer alıyor.*

**Şirketler ağırlıklı olarak yatırım fonu ve özel portföy yönetimi alanında faaliyet gösteriyor**

Tablo 1 : Faaliyet Alanları	Şirket sayısı
Yatırım Fonu	25
Bireysel Emeklilik Yatırım Fonu	16
Borsa Yatırım Fonu	5
Alternatif ve Yapılandırılmış Fonlar	13
Özel Portföy Yönetimi	24
Yatırım Danışmanlığı	10
Diğer	3

Diğer faaliyet alanları olarak üç kurum, yurtdışında kurulmuş ve dağıtılan fonlar, yatırım ortaklığı yönetimi, girişim sermayesi yönetimi ve risk yönetimi alanında da faaliyette. (Tablo 1)

**Kadrolar ağırlıklı olarak üst düzey yönetici ve portföy yöneticisinden oluşuyor**

Tablo 2: Personelin pozisyonlarına göre dağılımı	Kişi sayısı
Üst düzey yönetici (Müdür ve üstü)	146
Portföy Yöneticisi	116
Yatırım Danışmanı	13
Müşteri İlişkileri/iş Geliştirme/Pazarlama/Satış	45
Araştırma Uzmanı/Stratejist	20
Operasyon/Bilgi İşlem	50
Mali ve İdari İşler	49
Risk Yönetimi/Denetim/Teftiş	32
Diğer	30

Ankete katılan sekiz kurumda üst düzey yöneticiler, aynı zamanda başta portföy yöneticisi olmak üzere diğer pozisyonlarda da görev alıyorlar. Diğer pozisyonlar arasında iç kontrol, asistan, şoför, destek personeli, temizlik, mutfak, haberleşme görevlileri belirtildi. (Tablo 2)



## Dışarıdan alınan hizmetlerin başında bilgi teknolojileri geliyor

Tablo 3: Dışarıdan alınan hizmet	Şirket sayısı
Araştırma	1
Bağımsız Denetim	4
Bilgi Teknolojileri	12
Güvenlik	3
Hukuk	3
İç Denetim	1
İdari İşler	4
İnsan Kaynakları	5
İnşaat-Emlak	1
Mali İşler	4
Mevzuata Uyum	1
Müşteri İlişkileri/Pazarlama/Satış	2
Operasyon	4
Resepsiyon	1
Risk Yönetimi	2
Servis	2
Teftiş	4
Temizlik	5
Vergi ve Mali Danışmanlık	3
Yemek	2

Dışarıdan hizmet alımı yaptığını belirten 21 kurumdan 12'sinde bilgi teknolojileri hizmeti kurum dışından sağlanıyor. (Tablo 3)

## Yaş ortalaması 30-44 aralığında yoğunlaşıyor

Tablo 5: Personelin yaş dağılımı	Kişi sayısı	%
18-24	11	2
25-29	77	17
30-34	107	23
35-39	116	25
40-44	112	24
45-49	29	6
50-54	11	2
55 ve üzeri	6	1
<b>Toplam</b>	<b>469</b>	<b>100</b>

## Kadroların %53'ü lisans, %34'ü lisansüstü eğitim diplomasına sahip

Tablo 6: Personel eğitim durumu	Kişi sayısı	%
Lise ve altı	49	10
Lisans	247	53
Lisansüstü	160	34
Doktora	13	3
<b>Toplam</b>	<b>469</b>	<b>100</b>

## Kadroların %62'si erkek

Tablo 4: Personel dağılımı	Kişi sayısı	%
Kadın	177	38
Erkek	292	62
<b>Toplam</b>	<b>469</b>	<b>100</b>

Kurum adı	Kadın	Erkek	Toplam
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.	9	33	42
Alkhair Portföy Yönetimi A.Ş.		2	2
Arma Portföy Yönetimi A.Ş.	4	10	14
Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.	9	8	17
Ata Portföy Yönetimi A.Ş.	3	4	7
Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.	10	13	23
Eczacıbaşı Portföy Yönetimi A.Ş.	2	3	5
Ergo Portföy Yönetimi A.Ş.	5	6	11
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.	10	14	24
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.	20	33	53
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.		5	5
Global Portföy Yönetimi A.Ş.	3	6	9
Halk Portföy Yönetimi A.Ş.	1	8	9
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.	3	15	18
ING Portföy Yönetimi A.Ş.	6	13	19
İş Portföy Yönetimi A.Ş.	26	24	50
Libera Portföy Yönetimi A.Ş.	4	6	10
Osmanlı Portföy Yönetimi A.Ş.	3	5	8
Polsan Portföy Yönetimi A.Ş.		3	3
Rhea Portföy Yönetimi A.Ş.	13	13	26
Sardes Portföy Yönetimi A.Ş.	1	4	5
Standard Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.		1	1
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.	14	16	30
Vakıf Portföy Yönetimi A.Ş.	2	6	8
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.	26	28	54
Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.	3	13	16

## Personel sayısı 2011 yılında 33 kişi azalırken, 29 kişi de işe alındı

Tablo 7: 2011 yılında personel sayısında değişim	Kişi Sayısı
Artış	29 kişi
Azalış	33 kişi
Değişiklik Yok	10

Ankete katılan 10 kurum 2011 yılında kadrosunda değişiklik olmadığını beyan etti. (Tablo 7)

2010 yılında dört, geçen yıl ise yedi kurum portföy yöneticiliği yetki belgesi alarak sektöre katıldı.

## Bu yıl 12 kurum yeni personel alımı yapacak, işe alımı planlanan toplam sayı 38

Tablo 8: 2012 yılında personel alımı yapılacak mı ?	Kişi Sayısı	
Evet	12	38 kişi
Hayır	13	

Yeni personel alımı portföy yönetimi, mali işler ve operasyon başta olmak üzere hemen hemen her departman için planlanıyor. Bir kurum ise 2012 yılına 12 yeni elemanı alarak başladıklarını belirtti. (Tablo 8)



## Serbest Fonlar Görücüye Çıktı

TKYD Kolektif Yatırım Araçları Sınıflandırmasında Alternatif ve Yapılandırılmış Fonlar adı altında yer alan Serbest Fonların sayısı 23'e ulaştı. 2006 yılında SPK'nın Yatırım Fonları Tebliğinde yaptığı değişiklikle kuruluşlarına izin verilen ve katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilen Serbest Fonların özelliklerini ve ülkemizdeki gelişimini, serbest fon yöneticileri Kurumsal Yatırımcı'ya değerlendirdi. Fon yöneticileri, Serbest Fonların beklenen yeni ürünlerin de etkisiyle performanslarını göstermeye başladıkça yatırımcı ilgisinin ve piyasadaki varlıklarının daha artacağını düşünüyor.

# Serbest Fonlar: “HEDGE” Fonlarının Türkiye’ye Uyarlaması

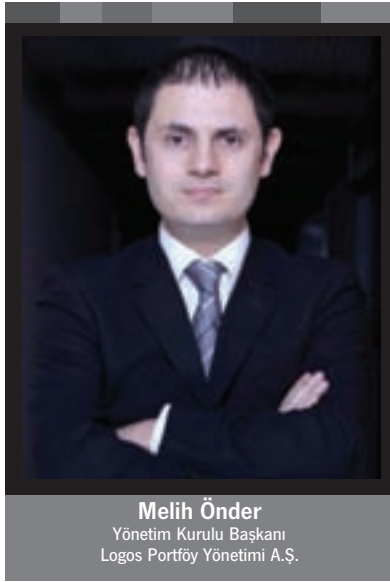
*“Türkiye’de halen 23 tane serbest yatırım fonu kurulu olup bunların toplam büyüklükleri tahminen toplam fon piyasasının %1-2’sine tekabül etmektedir”*

2006 yılında SPK’nın çıkardığı Tebliğ ile yasal zemini kurulan serbest fonlar son yıllarda mütevazı de olsa bir artış eğiliminde. “Serbest Fon” esasında 1990’lı ve 2000’li yıllarda küresel piyasalarda hızla yayılıp \$1 trilyon’a yakın bir değere ulaşmış olan ve yine bir Anglo-Saxon icadı olan “hedge fund”ın Türk sermaye piyasalarına uyarlaması olarak nitelendirilebilir. Öyleyse Serbest Fonları anlamak için önce ilham kaynağı olan “hedge” fonlarının ne olduğuna bakmak gerekir.

## “Hedge Fund” Nedir?

“Hedge Fund” kavramının çıkış noktası “hedge” etmek yani bariyer veya defans kurmak, risklerden korunmaktır. “Hedge fund”ların temel yatırım filozofisi de piyasaların genel iniş ve çıkışlarından kaynaklanan risklerden kısmen de olsa korunma amacına dayalıdır. Nitekim “hedge fund”lar genellikle hisse senetlerinde kısa pozisyon alarak veya türev enstrümanlardan yararlanarak bu amaca ulaşmaya çalışırlar. Yani hedge fonlarının misyonu piyasadaki kısmen bağımsız, korumalı yüksek veya istikrarlı getiri, başka bir deyişle düşük volatilité ile yüksek (veya pratikçe makul) bir getiri sağlamaktır. Zaten akılcı bir bireysel yatırımcının amacı da bu değil midir?

Ancak “hedge fund” kavramı yaratıcılıkta pek de sınır tanımayan ABD finansal piyasalarında son 20 yılda önemli bir evrim ve çeşitlen-



**Melih Önder**  
Yönetim Kurulu Başkanı  
Logos Portföy Yönetimi A.Ş.

*2006 yılında çıkan “Serbest Fon” mevzuatının sağladığı en büyük avantaj türev enstrümanlarının kullanımında, açığa satışta ve kaldıraç kullanımında sağlanan esneklikten ziyade, fona giriş ve çıkışların her gün olma zorunluluğunun kalkması ve performans ücretine izin verilmesidir.*

meye uğramış ve “hedge fund” kavramı “hedge” etme olgusunun kısmen dışına taşmıştır. Öyleyse herkesin diline doladığı “hedge” fonlarını günümüzde tam olarak nasıl tanımlayabiliriz?

## “Hedge Fund”ların Özellikleri

- Hedge fonları piyasa risklerinden kısmen korunaklı ve piyasa getirisinden kısmen bağımsız mutlak getiri hedefler -ki fon yöneticisinin becerisini yansıtan bu getiriye piyasa jargonunda “alfa” denilmektedir.
- Bu amaca ulaşmak için hedge fonları bazen (ama her zaman değil) türev enstrümanlar ve / veya “kaldıraç” kullanırlar -- veya en azından kullanmaya yetkileri vardır. (Kaldıraç kullanımının bir nedeni de arbitraj pozisyonlarının elde edilen küçük “spread”lerini kaldıraçla büyütülmesi gereksinimidir.)
- Hedge fonlarının komisyon yapısı önemli derecede “performans ücretine” odaklıdır. Bu sayede hem “yetenekli beyinler” fon yöneticisi olmaya motive olmakta, hem de yatırımcının çıkarı ile fon yöneticisinin çıkarı arasında paralellik sağlanmaktadır.

## “Hedge Fund”larla İlgili Yanılgılar

Hedge fonları ile ilgili en önemli yanılgı -ki bu yanılgı kanaatimce “Serbest Fon”lara da sirayet etmiştir- klasik yatırım fonlarından daha riskli oldukları kanaatidir. Bu kanaatin nedeni bazı hedge fonlarında kaldıraçın kullanılması ve kaldıra-



*Serbest fonlar Türk sermaye piyasalarının gelişmesi için gerekli olan “yaratıcılık” faktörünü sağlayan unsurlardan biri haline gelebilir ve gelmelidir.*

cın doğal olarak büyük çaplı ve hatta total sermaye kaybına neden olabilmektedir. Oysaki hedge fonlarının önemli bir kısmı, hiç kaldıraç kullanmamakta ve türev enstrümanlarına yalnızca “koruma” amaçlı yatırım yapmaktadır. Aslında ortaya çıkış amacı riski azaltmak olan hedge fonlarının kaldıraç kullanımından dolayı normalden daha riskli olarak algılanır hale gelmesi, kaderin bir cilvesi olarak görülebilir. Ancak gerçek şudur ki: kaldıraç kullanan hedge fonlarının riski normalden daha yüksek olabilir; kaldıraç kullanmayanların riski ise ehil fon yöneticilerinin elinde ortalamadan daha düşüktür.

Hedge fonları ile ilgili bu yanılgı, mevzuata dayalı nedenlerle “offshore”da kurulmaları ile birleşince, “hedge fund” dünyasının yüksek varlık düzeyine sahip yatırımcılara mahsus olduğu algısını ortaya çıkarmıştır. Oysaki korumalı yüksek getiri büyükten küçüğe her yatırımcının doğal arzusu ve bilhassa küçük yatırımcının bir gereksinimidir.

### **Türkiye’de Serbest Fonlar**

2006 yılında çıkan “Serbest Fon” mevzuatının sağladığı en büyük avantaj türev enstrümanlarının kullanımında, açığa satışta ve kaldıraç kullanımında sağlanan esneklikten ziyade, (i) fona giriş ve çıkışların her gün olma zorunluluğunun kalkması ve (ii) performans ücretine izin verilmesidir. Bu sayede fon

yöneticilerinin fonu daha etkin idare etmeleri, bu doğrultuda motive olabilmeleri ve yatırımcı çıkarları ile fon yöneticilerinin çıkarları arasında paralellik sağlanabilmesinin önü açılmıştır.

Türkiye’de halen 23 tane serbest yatırım fonu kurulu olup bunların toplam büyüklükleri tahminen toplam fon piyasasının %1-2’sine tekabül etmektedir. Bu oran küresel piyasadaki durumdan pek de farklı değildir.

### **Serbest Fonlarla İlgili Sorunlar ve Gelişmelerini Frenleyen Faktörler**

Türkiye’de serbest fonların büyümesini engelleyen en önemli mevzuata bağlı unsur, serbest fonların SPK tarafından riskli olarak algılanmasından dolayı yalnızca bir milyon TL’nin üzerinde nakit varlığı olan “nitelikli yatırımcı”lara satılabilmeleri ve ayrıca tanıtımlarının aynı nedenden dolayı neredeyse tamamen kısıtlanmasıdır. Oysaki kaldıraçsız serbest yatırım fonları orta veya küçük çaplı bireysel yatırımcılar için dahi son derece işlevsel bir yatırım aracı olabilir.

Diğer bir sorun ise sermaye piyasalarında çeşitliliğin, açığa satış imkanının az olması ve türev enstrümanlarının kısıtlılığı nedeniyle “hedge fund” yönetim tarzlarının önemli bir kesitinin Türk sermaye piyasalarına yönelik olarak icra edilememesidir. En başta “piyasa nötr” stratejilerin uygulanması pratikte zor olup trend takibi, yarı yönlü ve değer odaklı stratejileri uygulamak şu anki konjonktürde daha gerçekçidir.

Serbest fonlar Türk sermaye piyasalarının gelişmesi için gerekli olan “yaratıcılık” faktörünü sağlayan unsurlardan biri haline gelebilir ve gelmelidir. Bu bağlamda SPK ve fon yöneticileri işbirliği içinde olup bireysel ve kurumsal yatırımcılara katma değerli ürün sunulması doğrultusunda çalışabilirler.

## **İŞ YATIRIM - LOGOS DİNAMİK DAĞILIMLI SERBEST YATIRIM FONU**

İş Yatırım’ın kurucusu ve Logos Portföy Yönetimi A.Ş.’nin portföy yöneticisi olduğu İş Yatırım - Logos Dinamik Dağılımlı Serbest Yatırım Fonu (“DDSYF”) 2011 yılı içinde halka arz edilmiştir. Fonun hedefi nitelikli yatırımcılara, değişik varlık sınıflarının ağırlıklarının dinamik olarak ayarlanması ve temel değerlemeye dayalı hisse senedi seçimi marifetiyle piyasa dalgalanmalarından kısmen korumalı yüksek mutlak getiri sunmaktır.

Peki İş Yatırım - Logos DDSYF bu amacına nasıl ulaşır? Başka bir deyişle piyasadan bağımsız getiriyi (yani “alfa”yı) nasıl elde etmeyi hedefler?

- Deneyim birikimi, makroekonomik ve politik analize dayalı piyasa zamanlaması;
- temel analize ve değerlendirme modeline dayalı hisse seçimine dayanarak “alfa” elde edilmesi,
- kaldıraç kullanmadan türev enstrümanların yalnızca koruma amaçlı olarak değerlendirilmesi ve
- piyasa düşüşlerinde “stop loss” stratejilerinin disiplinli olarak uygulanması sayesinde kayıpların sınırlanması hedeflenir.





## Serbest Fonlar Riskli mi?

*“Serbest fonların getiri üretmek için çok yüksek riskler alması gerektiği önyargısı bu tür fonların Türkiye fon pazarında büyümesini engellemiştir”*

2009 yılından itibaren düşük faiz ortamında alternatif getiri arayışına giren nitelikli yatırımcılara bir seçenek olarak serbest fonlar ön plana çıkmaya başladı. Ancak serbest fonların getiri üretmek için çok yüksek riskler alması gerektiği önyargısı bu tür fonların Türkiye fon pazarında büyümesini engellemiştir. Sektörde serbest fonlar arttıkça ve farklı ekonomik ve piyasa döngülerinde performans oluşturdukça, bu önyargının ortadan kalkacağı ve serbest fonların fon pazarında daha önemli ve büyük paya sahip olacağına inanıyoruz.

Serbest fonlar diğer fon tiplerine göre daha geniş yatırım yapılabilir

*Serbest fonlar diğer fon tiplerine göre daha geniş yatırım yapılabilir finansal enstrümanlar evreni ile önceden belirlenmiş yatırım stratejisi ile fon portföyünü oluşturmaktalar ve bu yatırım stratejisine bağlı olarak fonun alacağı risk sınırlandırılmaktadır.*



finansal enstrümanlar evreni ile önceden belirlenmiş yatırım stratejisi ile fon portföyünü oluşturmaktalar ve bu yatırım stratejisine bağlı olarak fonun alacağı risk sınırlandırılmaktadır. Bunun yanı sıra SPK mevzuatı gereği risk yönetim sistemi oluşturulmasına ilişkin zorunluluk, ölçüm sistemlerinin geliştirilmesi ve etkin kullanılması ile bu fonların yatırım stratejisinde belirtilen risk seviyesi sürekli kontrol edilmektedir. Yatırımcıların bir serbest fona yatırım yapmadan önce mutlaka fonun stratejisini ve portföy yöneticilerinin becerilerini anlamaları gerekmektedir. Eğer bir performans geçmişi de varsa, bu performansın nasıl üretildiği ve farklı piyasa koşullarında nasıl gerçekleştiğinin çok iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Bu süreç yatırımcı-

*Yatırımcıların bir serbest fona yatırım yapmadan önce mutlaka fonun stratejisini ve portföy yöneticilerinin becerilerini anlamaları gerekmektedir. Eğer bir performans geçmişi de varsa, bu performansın nasıl üretildiği ve farklı piyasa koşullarında nasıl gerçekleştiğinin çok iyi analiz edilmesi gerekmektedir.*

ların fondaki getiri beklentilerini doğru belirlemeleri ve hedeflenen getirileri sağlamak için portföy yöneticilerinin ne tür riskler aldıklarını anlamaları açısından çok önemlidir.

Gerek mevzuatın zorunlu tuttuğu yönetim sistemleri, gerekse profesyonel ve gelişmiş sistemlere sahip portföy yönetim şirketlerinin yönetimi ile yatırımcılar kendilerine uygun risk kategorisindeki serbest fonlara yatırım yapabilmekte ve önümüzdeki dönemde bu tip fonların piyasada varlığını artırarak gelişmeye devam edeceğini düşünmekteyiz.

## **İSTANBUL SERBEST YATIRIM FONU**

Temmuz 2009'da halka arz edilen Yapı Kredi Bankası İstanbul Serbest Yatırım Fon'u sektörde kurulan ilk serbest yatırım fonları arasında yer almaktadır. YKB İstanbul Serbest Fon'un amacı ağırlıklı yurtiçi finansal piyasalarda oluşan trendlerden ve dalgalanmalardan faydalanmaktır. İstanbul Serbest Fon türev ürünler dahil çok farklı finansal enstrümanlara yatırım yapma olanağına sahiptir ve piyasa koşulları oluştuğunda bu enstrümanları getiri/risk parametresine göre kullanır ve portföy dağılımı yapar.

İstanbul Serbest Fon piyasa yönlü fonlar içerisinde sınıflandırılabilir. Piyasa koşullarına göre portföy yapısını net uzun veya net kısa olarak konumlandırarak, piyasanın hem çıkışından hem de inişinden faydalanmayı amaçlamaktadır.

Yatırım kararı verilirken öncelikle yukarıdan aşağıya analiz ile başlıyoruz. Yukarıdan aşağıya analizde öncelikli olarak küresel ekonomik durumu analiz eder ve bu gelişmelerin Türkiye finansal piyasalarına etkilerini öngörerek genel bir piyasa görüşü oluştururuz. Bu öngörü doğrultusunda, kısa, orta ve uzun vadeli yatırım stratejilerimizi uyguluyoruz. Makro analizlerde, küresel ekonomik büyüme, küresel para politikaları, küresel enflasyon oranları, yurt içi cari işlemler dengesi, yurt dışından portföy ve doğrudan sermaye girişleri, döviz piyasası gelişmeleri, vb. ekonomik göstergeleri analiz ederek yatırım yapılacak varlık dağılımını belirliyoruz.

Yukarıdan aşağıya analiz ile yatırım yapılacak varlık dağılımı belirlendikten sonra aşağıdan yukarıya analizle stratejimizi uygulayacağımız varlıkları belirliyoruz. Bu aşamada teknik ve temel analizleri uygulamaya koyuyoruz. Her varlık türünü kendi dinamikleri ile analiz ederek, yatırım kararı veriyoruz. Hisse senedi seçimlerinde firmanın hisse senedi fiyatı, pay başına kar, satış gelirleri, faaliyet karı, amortisman-faiz-vergi öncesi kar, gelecek ile beklentileri gibi temel analizleri ve hisse senedinin teknik seviyelerini göz önünde bulunduruyoruz. Bütün bunların yanında küresel ve

Türkiye ekonomisi ile ilgili görüşlerinden bağımsız olarak, bir hisse senedinin geçmiş göstergeler veya karşılaştırmalı analizlere göre ucuz kalmış olduğuna kanaat getirebilir ve bu görüş dahilinde uzun pozisyon alabiliriz. Alınmış olan uzun pozisyonun karşılığında piyasa öngörümüz dahilinde, türev enstrümanlar ile piyasa riskini azaltabiliriz. Aynı şekilde bir hisse senedinin benzer analizlerle pahalı olduğuna kanaat getirip hisse senedinde kısa pozisyon alınabilir. Bu pozisyonun türev enstrümanlarla piyasa riskinin azaltılması yine portföy yöneticisinin piyasa öngörüsüne bağlıdır.

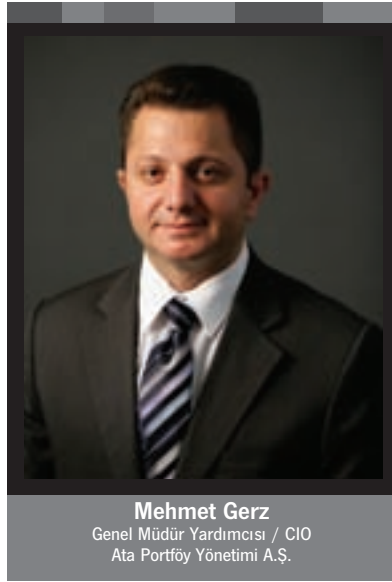


# Serbest Fonların Türkiye'deki Gelişimi

*“Türkiye halen gelişmekte olan bir ülke ve bu nedenle hem piyasalar oldukça dalgalı, hem de faizler yüksek...Hal böyleyken Türkiye’de Serbest Fonların kurulma nedeninin, normal yatırım fonlarındaki kalıpları aşmak olduğunu söyleyebiliriz.”*

**T**ürkiye’de nispeten yeni olan serbest fonlar, gelişmiş finans piyasalarındaki “Hedge” fonlara benzemekle birlikte pratikte bazı önemli farklar var: Türkiye’de kurulan serbest fonlar, yurt dışındaki örnekleri gibi, yüksek kaldıraç oranları ile aşırı riske giren fonlar değil, çünkü, işin doğrusu, ne Türk yatırımcısı ne de fon yöneticileri buna henüz hazır değiller. Türkiye halen gelişmekte olan bir ülke ve bu nedenle hem piyasalar oldukça dalgalı, hem de faizler yüksek. “Hedge” fonlar, faizlerin ve getirilerin düştüğü gelişmiş finans piyasalarında, alternatif ürünler olarak 2000’li yıllarda büyük bir hızla büyüdüler. Türkiye’de ise henüz yatırım fonu ve emeklilik fonları daha emekleme aşamasında olduğu için, yatırımcı tarafında “hedge” fon ihtiyacı ve talebinin çok düşük düzeyde olduğunu gözlemliyoruz. Bu talebin ortaya çıkması için faizlerin düşmesi, yatırım ve emeklilik fonlarının ciddi bir ölçüğe ulaşması gerekecek.

Hal böyleyken Türkiye’de Serbest fonların kurulma nedeninin, normal yatırım fonlarındaki kalıpları aşmak olduğunu söyleyebiliriz. En basitinden yatırım fonlarında her bir hisse için %10 üst limit varken, serbest fonlarda böyle bir limit yok. Yani fon yöneticisi daha az sayıda hissese daha büyük oranlarda yatırım yapma şansına sahip. Krediyile yüksek risk alma



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

*Serbest fonların kurulmasını teşvik eden diğer bir özellik ise, yatırım fonlarına uygulanamayan başarı priminin serbest fonlara uygulanabilmesidir.*

imkanı var. Veya düşen piyasalarda doğrudan kısa pozisyon alma imkanı var. Bütün bunları yapabilen serbest fonların getiri ve kayıp potansiyelleri, normal fonlara göre daha yüksek olacaktır. Serbest fonların kurulmasını teşvik eden diğer bir özellik ise, yatırım fonlarına uygulanamayan başarı priminin serbest fonlara uygulanabilmesidir.

Türkiye’de hem fon yönetim sektörü, hem de yatırımcı, çoğunlukla sadece getirilere bakmaktadır. Risk faktörünün olduğu kayıp ortaya çıktıktan sonra hatırlanmaktadır. Oysa ki yatırım yapılmadan önce fonun getirisi kadar, riskinin de analiz edilmesi gerek. Yani yatırımcıyı “risk-ayarlı getiri” konusunda eğitmemiz gerekiyor. Bu eğitime de sektörün kendisinden başlaması gerekiyor. Son dönemlerde Türkiye’de fon yönetiminin doğru yönde gelişmesi için başlayan çabalara, getiri ve risklerin basit, anlaşılır ve dürüst bir şekilde sunulmasının da eklenmesi gerekiyor. Risk ve getiri analizi geliştikçe, serbest fonların hem yönetim hem de pazarlaması kolaylaşacaktır. Ülkemizde kurumsal yatırımcı bazı geliştikçe, serbest fonlar, normal yatırım fonlarının cevap veremediği risk-getiri profiline sahip yatırımcıların portföylerinde yerini alacaktır. O zamana kadar serbest fonların, daha çok portföy yönetim şirketlerinin esnek yönetim ihtiyaçlarına cevap veren bir ürün sınıfı olarak yavaş gelişeceğini tahmin ediyoruz.



## ATA SERBEST FON

Ata Serbest Fon hızla değişen piyasa koşullarının dikte ettiği dinamiklere stratejik ve taktiksel anlamda hızlı uyum sağlayabilen yapısal özelliğinden dolayı esnek fakat aynı zamanda sonuç odaklı bir çözüm sepeti özelliği taşımaktadır. Deneme yılı olan 2011'de piyasa nötr IMKB stratejisini başarı ile uygulayan Fon, 2012'den itibaren piyasalarda dalgalanmanın azalması ile birlikte, "alternatif multi-asset" yatırım stratejisini benimseyecek. Böylece petroldeki yükselişin cari açıktaki düzelmeyi geciktirdiği bir yılda yatırımcılara portföy dağılımlarını TL dışı varlıklarla çeşitlendirme şansı tanıyacak.

Ata'nın diğer yatırım fonlarını tamamlayıcı bir ürün gamı oluşturma stratejisine paralel Ata Serbest Fon, başta altın ve Türk Eurobond'ları olmak üzere dövizli varlıklara yatırım yapmayı planlamaktadır. Ayrıca VOB'da işlem hacmi tatmin edici düzeyde olan TLDolar, TLEuro gibi döviz kontratlarında kaldıraçlı pozisyonlar alacaktır.

Piyasa-nötr yatırım stratejimizi şu şekilde özetleyebiliriz: Fon hisse seçiminde güçlü temel beklentilerle belirlenen konsantre bir portföy taşır. Ortalama altı hisseden dört tanesi orta vadeli "yatırım"; ikisi ise kısa vadeli "trading" amaçlı alınan hisselerden oluşur.

Genel piyasa görüşü olumsuz olduğunda fon portföyünü koruma amaçlı vadeli işlemler kontratları ile hedge (koruma) yapılmıştır. Özellikle piyasa çöküşü yaşanan Ağustos ayında piyasa-nötr stratejinin faydasını gördük. Ancak, fon

portföyünün yeterince çeşitli olmadığı durumlarda (örneğin 10'un altında hisse senedi) korumanın çalışmadığı günler olabiliyor. Bu durumda fon yöneticisi, belli bir stop-loss (zararı bir noktada durdurma; mesela %10) kuralını uygulamak ile, hisselerin temel durumunu dikkate alarak, orta vadeli tutma arasında bir tercih yapmak durumunda kalabilmektedir. Bizim burdaki yaklaşımımız, söz konusu hisse yatırım amaçlı alınan dört hisseden biriye beklemek; ama eğer "trade" amaçlı alınan iki hisseden biriye zararı %10 seviyesinde durdurup yerine başka bir hisse almak şeklinde oldu.

Vadeli işlemler kontratlarından IMKB-30 endeks kontratları koruma amaçlı kullanılırken, TL/Dolar, TL/Euro ve EUR/USD Çapraz Kur kontratları, yatırım amaçlı kullanılmıştır. Bu alanda da temel makro ekonomik analizi dikkate alan bir yaklaşım ile, derinleşen Avrupa krizinin Euro'ya ve TL'ye olumsuz etkileri doğru olarak tespit ederek, negatif gelişmelerden pozitif getiri sağladık.

*Son dönemlerde Türkiye'de fon yönetiminin doğru yönde gelişmesi için başlayan çabalara, getiri ve risklerin basit, anlaşılır ve dürüst bir şekilde sunulmasının da eklenmesi gerekiyor. Risk ve getiri analizi geliştikçe, serbest fonların hem yönetim hem de pazarlanması kolaylaşacaktır. Ülkemizde kurumsal yatırımcı bazı geliştikçe, serbest fonlar, normal yatırım fonlarının cevap veremediği risk-getiri profiline sahip yatırımcıların portföylerinde yerini alacaktır.*





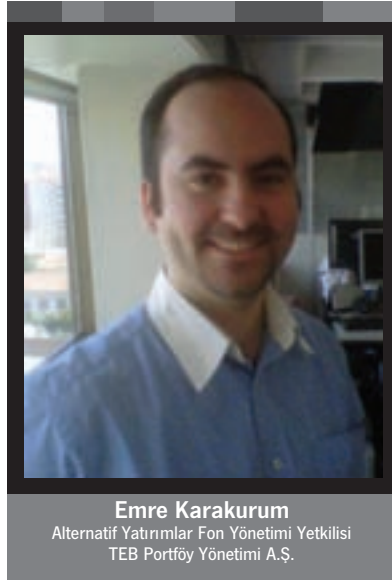
# Serbest Fonların Büyüme Potansiyeli ve Etkenler

*“Önümüzdeki dönemde yatırımcıların daha da bilinçlenmesi, serbest fonların yüksek riskler taşıyan fonlar değil, belirlenmiş stratejiler çerçevesinde geleneksel fonlara nazaran daha geniş bir yelpazede yatırım araçlarına yatırım yaparak, belirli bir oranın üzerinde getiriye hedefleyen fonlar olduğu algısının desteklenmesi gerekmektedir”*

**T**ürkiye’de henüz başlangıç safhasında olan serbest fon sektörü orta ve uzun vadede faizlerde kalıcı düşüş sağlanmasıyla daha da hızlı gelişecektir. Düşük faiz ortamında riski hedge ederek sadece yükselen piyasalarda değil aynı zamanda düşen piyasalarda da getiri elde etmeyi hedefleyen serbest fonlar, sundukları alternatif yatırım seçenekleri sayesinde yatırımcıların daha fazla ilgisini çekecektir. Türkiye’de mevcut durumda serbest fonların sınırlı sayıda olması aslında sektördeki büyüme potansiyelinin ne derece yüksek olduğunu daha da gözler önüne sermektedir.

Serbest fon sektörünün önünde büyük gelişme potansiyeli mevcutken, günümüzde yaşanan kimi sorunlar bu gelişmeyi sınırlandırmaktadır. Sektörün önündeki en önemli dezavantajlardan biri vadeli işlemler piyasasında birkaç ürün haricinde yeterli derinliğe ulaşamamış olması ve opsiyon gibi türev ürünlerin henüz piyasaya çıkmamış olmasıdır.

Bu durum serbest fonların yatırım imkanlarını kısıtladığından, sektörün gelişmesi önündeki önemli engellerden biridir. Önümüzdeki günlerde vadeli işlem borsası ve



*Düşük faiz ortamında riski hedge ederek sadece yükselen piyasalarda değil aynı zamanda düşen piyasalarda da getiri elde etmeyi hedefleyen serbest fonlar, sundukları alternatif yatırım seçenekleri sayesinde yatırımcıların daha fazla ilgisini çekecektir.*

çıkarılması düşünülen yeni türev ürünlerde yaşanacak gelişmeler, serbest fon sektörü için de olumlu katkı sağlayacaktır.

Sektörün bir diğer dezavantajı ise Türk yatırımcılarının serbest fonlarla ilgili bilgilerinin son derece kısıtlı olması ve bu fonların stratejileri bilinmeden genel bir önyargı ile riskli ürünler kategorisinde değerlendirilmeleridir.

Bununla birlikte 2008’de yaşanan ve etkileri hala günümüzde de hissedilen finansal krizin sorumluları arasında sayılan serbest fonlara karşı oluşan negatif görüşler de, bir ölçüde bu yanlış algılamayı desteklemektedir.

Önümüzdeki dönemde yatırımcıların daha da bilinçlenmesi, serbest fonların yüksek riskler taşıyan fonlar değil, belirlenmiş stratejiler çerçevesinde geleneksel fonlara nazaran daha geniş bir yelpazede yatırım araçlarına yatırım yaparak, belirli bir oranın üzerinde getiriye hedefleyen fonlar olduğu algısının desteklenmesi gerekmektedir. Buna ilaveten sektörün yatırımcılarına, hedeflediği performansı göstermeye başlamasıyla Türk yatırımcısında oluşan mevcut algı değişip, serbest fonlara olan ilgisi daha da artacaktır.

## **BOĞAZIÇI SERBEST FONU**

TEB Portföy Yönetimi A.Ş. çatısı altında ilk serbest fonumuz Boğaziçi Serbest Fonu adıyla 01 Eylül 2010 tarihinde kurulmuştur. "Piyasa Nötr" stratejisiyle yönetilen Boğaziçi Serbest Fonu, piyasaların yönünden bağımsız olarak yatırımcılarına mutlak getiri sağlamayı hedefler. Bu hedefe ulaşmak için fon, ağırlıklı olarak Türkiye'de yerleşik şirketlerin hisse senetleri ve borçlanma senetleri yanında hazine bonusu ve devlet tahvili gibi kamu menkul kıymetlerine de yatırım yapmaktadır. Boğaziçi Serbest Fonu ayrıca genel stratejisine ve belirlenmiş risk prensiplerine uygun olarak VOB'da işlem gören vadeli işlem sözleşmelerini, açığa satış ve ödünç menkul işlemlerini de aktif olarak kullanabilmektedir.

Piyasa Nötr stratejisi uyarınca Boğaziçi Serbest Fonu hisse senetleri piyasasında uzun, VOB IMKB30 kontratlarında ise kısa pozisyon almaktadır. Bu sayede

sistematiik riski yöneterek hisse senetlerinin göreceli performansından kazanç sağlamayı hedefler. Boğaziçi Serbest Fonu hisse senedi seçiminde Türkiye ekonomisindeki gelişmelerin makro değerlendirilmesi ışığında, yukarıdan aşağıya ve aşağıdan yukarıya analizler kullanılarak belirlenen potansiyel sektörler ve şirketlere ilişkin yatırım kararlarını şekillendirir. Fonun yatırımlarında orta ve uzun vadeli sürdürülebilir büyüme vadeden hisseler öne çıkmaktadır. Boğaziçi Serbest Fon ayrıca iskontolu hisselerde uzun, primli hisselerde ise kısa pozisyon alarak göreceli performans farkından da yararlanmayı amaçlamaktadır. Fon ayrıca vadeli işlemler piyasasında oluşan arbitraj imkanlarını da değerlendirmektedir. Sabit getirili menkul kıymetler tarafında ise Boğaziçi Serbest Fonu, yapılan dürasyon ve getiri eğrisi analizleri ışığında değer yaratmaya çalışırken, ayrıca arbitraj imkanlarından da yararlanmaktadır. Piyasa Nötr stratejisiyle yönetilen Boğaziçi Serbest Fonu, yükselen piyasaların yanında düşen piyasalarda da yatırımcısına orta ve uzun vadede istikrarlı ve pozitif getiri sağlamayı hedeflemektedir.

*Sektörün yatırımcılarına, hedeflediği performansı göstermeye başlamasıyla Türk yatırımcısında oluşan mevcut algı değişip, serbest fonlara olan ilgisi daha da artacaktır.*

*Sektörün önündeki en önemli dezavantajlardan biri vadeli işlemler piyasasında birkaç ürün baricinde yeterli derinliğe ulaşamamış olması ve opsiyon gibi türev ürünlerin henüz piyasaya çıkmamış olmasıdır. Bu durum serbest fonların yatırım imkanlarını kısıtladığından, sektörün gelişmesi önündeki önemli engellerden biridir.*

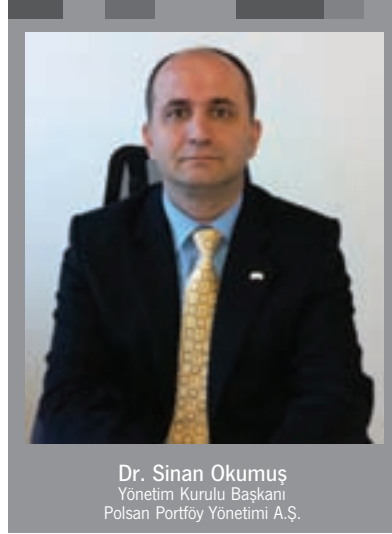


# POLSAN PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.

**P**olsan Portföy Yönetimi A.Ş., Polis Bakım ve Yardım Sandığı'nın (POLSAN) yatırımlarını çeşitlendirme ve gelecek vaat eden sektörlerde yatırım yapma planları çerçevesinde, 25 Mayıs 2010 tarihinde kurulmuş ve 4 Kasım 2010 tarihinde faaliyet izni alarak, yeni finans merkezi olması planlanan Batı Ataşehir bölgesinde bulunan ofisinde çalışmalarına başlamıştır. Şirketimizin sermayesi 1,200,000 TL'dir.

## Polsan Portföy Yönetimi A.Ş. ;

- 1) Yabancı fonların Türkiye'deki portföylerinin
- 2) Tüzel kişilere ait fonların
- 3) Gerçek kişilerin portföylerinin
- 4) Özel Bankacılık müşterilerinin portföylerinin
- 5) Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Emeklilik Yatırım Fonları'nın portföy yönetimini yapmayı hedeflemektedir. Şirketimiz kuruluş amaçlarına paralel olarak Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin kurucusu olduğu Polsan Portföy Halk Yatırım B Tipi Değişken Fonu'nu yönetmektedir. Bu fonumuz, küçük yatırımcıların birikimlerinin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesini sağlamak üzere planlanmış olup Halk Yatırım ve Halk Bankası aracılığı ile şubelerden ve alternatif dağıtım kanallarından satışı yapılmaktadır. Bireysel emeklilik sektörünün gelecek dönemde öneminin daha da artacağı ve gelişeceği öngörüsünden hareketle, Vakıf Emeklilik A.Ş.'nin kurucusu olduğu üç adet Grup Bireysel Emeklilik Fonu'nun yönetim faaliyetleri de şirketimiz tarafından yerine getirilmektedir. Grup Bireysel Emeklilik planının hedef kitlesinin yaklaşık 270,000 üyesi olan İLKSAN (İlkokul Öğretmenleri Sağlık ve Sosyal Yardım Sandığı) ve 100,000 ortağı olan POLSAN olması, yukarıda bahsedilen üç bireysel emeklilik fonunun



Dr. Sinan Okumuş  
Yönetim Kurulu Başkanı  
Polsan Portföy Yönetimi A.Ş.

büyüme potansiyelini açıkça ortaya koymaktadır.

Önümüzdeki dönemde para ve sermaye piyasalarına yönelik ilgideki artışa paralel olarak, yönettiğimiz portföy büyüklüklerinin de hızla artmasını bekliyoruz. Son dönemlerde bağımsız portföy yönetim şirketlerinin de kuruluyor olması, bu görüşümüzü desteklemektedir. Bankalar ve Aracı Kurumlardan bağımsız olarak kurulan Portföy Yönetim Şirketlerinin en önemli avantajlarından biri, işlem yapılacak aracı kuruluşların arasında uygun işlem komisyonu ve alınan hizmet kalitesinin bileşimini hiç bir aracı kuruluşa bağlı olmadan belirleyebilme seçeneğidir. Ayrıca farklı birçok kuruluşla işlem yapabilmesi de portföy yönetimi müşterilerine farklı bir çok kurumun olanaklarını bir arada sunabilmesini sağlamaktadır. Diğer taraftan portföy yönetim şirketlerinin arasındaki rekabeti arttırıyor olmaları da yatırımcı lehine bir durum ortaya çıkartmaktadır.

Mart 2012 tarihi itibarıyla 90,000,000 TL olan toplam portföy büyüklüğümüzün, yeni sözleşme imzalayacak kurumsal ve tüzel müşteriler ve fonlarımızın büyümesiyle birlikte yıl sonunda 150,000,000 TL'ye ulaşmasını bekliyoruz..

## POLSAN PORTFÖY HALK YATIRIM B TİPİ DEĞİŞKEN FONU: HLP

Polsan Portföy Halk Yatırım B Tipi Değişken Fonu 13/06/2011 tarihinde, küçük yatırımcıların birikimlerinin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi ve bu birikimlerin sermaye piyasalarına uzun vadede kaynak sağlaması amacıyla, Polsan Portföy Yönetimi A.Ş. ve Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. işbirliği ile kurulmuştur. HLP fonun yönetimi Polsan Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından gerçekleştirilmekte, yatırımcıların fon payları ise MKK tarafından yatırımcıların Takasbank nezdindeki hesaplarında saklanmaktadır.

Fon portföyünde, herhangi bir menkul kıymetten devamlı olarak bulunurma zorunluluğu olmamakla birlikte, nakde dönüşümü kolay, riski düşük özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri, Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları tercih edilir.

HLP fon alım-satım yapmak isteyen yatırımcılar, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Halk Bankası'nın tüm şubeleri ve alternatif dağıtım kanalları ile işlemlerini gerçekleştirebilmektedir. HLP'ye minimum katılım payı 1.000 pay ve fon yönetim ücreti yıllık %2,55'dir.

### Polsan Portföy Halk Yatırım B Tipi Değişken Fonu

**Fon Türü:** B Tipi Değişken Fon

**Fon Kurucusu:**

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

**Fon Yöneticisi:**

Polsan Portföy Yönetimi A.Ş.

**Fon Kodu:** HLP

**Halka Arz Tarihi:** 13.06.2011

**Asgari Katılma Belgesi İşlem Adedi:**

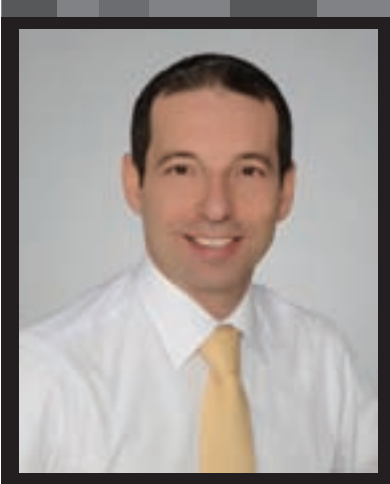
1.000 pay

**Fon Büyüklüğü:** 1.447.038 TL

(28.03.2011 itibarıyla)







**Prof. Dr. Erhan Aslanoğlu**  
Marmara Üniversitesi  
İngilizce İktisat Bölümü

cılık sektörü tarafından içeride krediye dönüştürüldü ve iç talebe dayalı güçlü bir büyüme gerçekleşmiş oldu.

Bu güçlü büyüme, dolaylı vergi tahsilatını büyük oranda arttırarak,

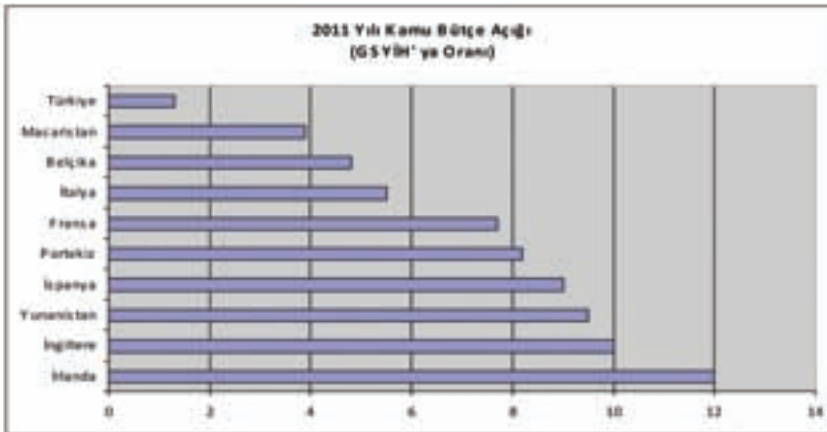
kamu dengelerine çok pozitif yansıdı. Türkiye ekonomisi gerek merkezi yönetim bütçe açığı, gerek toplam kamu borç stoğu açısından uluslararası standartlara göre çok pozitif bir görünüm ortaya koydu. Buna karşın hızlı büyüme, artan ithalat ile dış açığı ve genel anlamda cari açığı çok yüksek bir noktaya taşıdı. Kamu dengelerinin tam tersine, uluslararası standartlara göre cari açıktaki Türkiye ekonomisi negatif yönde ayrıştı.

Sürdürülebilir büyüme, enflasyon, kamu açığı ve dış açık yaratmayan büyümedir. Bu açıklar döviz kurları ve faizler üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturarak, büyümenin sürdürülebilirliğini olumsuz etkiliyor. Çin ekonomisi son 10 yılda ortalama yüzde 11 büyüdü ama bu açıklardan hiç birisini vermedi. Hatta ciddi bir dış fazla verdi. Türkiye son 10 yılda enflasyon ve kamu dengeleri konusunda oldukça pozitif bir

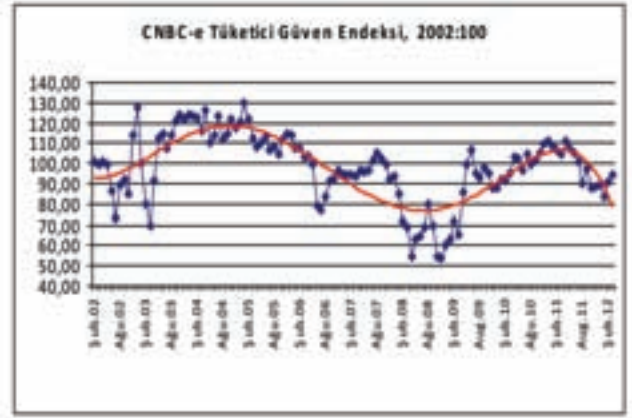
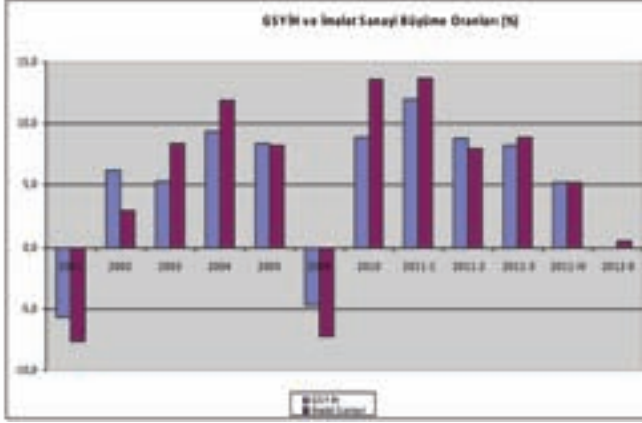
gelişim gösterdi. Fakat cari açık konusunda ne yazık ki olumsuz bir performans gösterdi. 2011 yılında cari açığın GSYİH'ya oranı yüzde 10'lar seviyesine gelerek, büyüme hızı üzerine set çekmeye başladı. Cari açığın finansmanına yönelik kaygılar, ekonomi yönetiminin büyümeyi yavaşlatma çabalarını getirdi. TCMB'nin para politikasındaki sıkılaştırma, kredilerin büyümesine getirilen sınırlamalar, bazı dolaylı vergi oranlarındaki artışlar bu politikanın araçları arasında yer aldı. 2011 yılının Ağustos-Eylül döneminde AB ekonomisinde yaşanan çalkantılar ve bunun finansal piyasalarda yarattığı dalgalanma TL'nin değer kaybına yol açtı. Tüm bu dışsal faktörler ve içerideki sıkılaştırma politikaları ekonomide bir yavaşlama getirdi. 2011 yılının tamamında yüzde 8,5 büyüyen Türkiye ekonomisinin büyüme oranı, aynı yılın son çeyreğinde yüzde 5,2 olarak gerçekleşti.

<b>Küresel Cari Denge</b>		<b>milyar \$</b>				
	2009	2010	2011	2012	2013	
ABD	-378	-471	-462	-391	-353	
Euro Bölgesi	-72	-61	-54	11	44	
Japonya	142	196	107	110	118	
Gelişmekte olan Ülkeler (30)	391	353	360	264	58	
Latin Amerika	-13	-46	-43	-88	-97	
Gelişmekte olan Avrupa	24	0	-8	-26	-93	
Türkiye*	-14	-49	-78	-63	-64	

**Kaynak : IIF**  
\* 2012-13 Tahminlerimiz



Türkiye ekonomisinde en fazla katma değer yaratan sektör imalat sanayidir. Bu sektörün büyüme oranı ile ekonominin büyüme oranı arasında yakın bir korrelasyon bulunmaktadır. Grafikten de izlenebileceği gibi elimizdeki son veriler, 2012 yılının ilk çeyreğinde büyüme oranının yüzde 1'ler civarında olabileceğine işaret ediyor. Tüketim harcamaları Türkiye ekonomisinde iç talebin en büyük parçasını oluşturmaktadır. İç talebin yönünü gösteren en önemli verilerden birisi tüketici güven endeksleridir. Tüketici güven endeksinin genel eğilimi, imalat sanayinin büyüme oranı ve ekonominin büyüme oranı arasında önemli bir korelasyon bulunmaktadır. Geçtiğimiz yıl Ağustos ayından sonra tüketici güveninde yaşanan düşüş büyümedeki yavaşlamaya çok net işaret ediyordu. Son iki ayda tüketici güven endeksinin gösterdiği yukarı yönlü hareket ise, büyümedeki yavaşlamanın durduğuna ve tek-



rar artış eğilimine işaret ediyor. Tüketici güvenindeki toparlanmanın devam etmesi durumunda, ekonominin tekrar kalıcı büyüme sürecine girdiğini söylemek mümkün olabilecek. Türkiye'de tüketici güveni döviz kurlarındaki dalgalanmadan, siyasi ve jeopolitik gelişmelere, işsizlikten enflasyona kadar birçok faktörden etkileniyor. Yapılan çalışmalar, Türkiye'de tüketici güvenini etkileyen faktörlerin en başında döviz kurlarındaki dalgalanmanın geldiğini söylüyor. Önümüzdeki dönemde Türk Lirası'nda önemli bir değer kaybı yaşanmaması ve belli bir istikrarın sağlanması durumunda, büyüme sürecinin tekrar başlayacağını ve yüzde 3-4 civarında bir büyümenin mümkün olabileceğini düşünüyoruz.

Büyümenin yavaşladığı bir süreçte, Türkiye ekonomisinde talep yönlü enflasyonist bir baskı muhtemelen olmayacaktır. Fakat başta petrol ve doğalgaz olmak üzere enerji fiyatlarından kaynaklanan maliyet enflasyonu baskısı devam ediyor. TCMB'nin yüzde 5 olarak hedeflediği fakat yüzde 6,5 olarak beklediği 2012 yıl sonu TÜFE enflasyonu, piyasalar tarafından yüzde 7,2 bekleniyor. Büyümenin yüzde 0,7 olduğu 2008 yılında, petrol fiyatları 140 dolara çıkmıştı. O yıl enflasyon yüzde 10'lar civarında seyretti. Varil 125 dolar civarında olan petrol fiyatlarında

kayda değer bir gerileme yaşanmaz ise yılsonu enflasyonunun en az yüzde 7,5-8 arasında olacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle kısa vadede gerek bono, gerek mevduat ve kredi faizlerinde düşüş yaşanma olasılığını az görüyoruz.

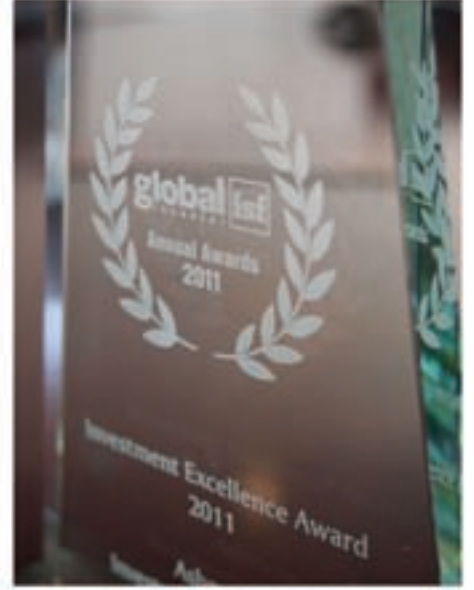
Türkiye ekonomisinin en kırılgan noktalarından olan cari işlemler açığı, geçtiğimiz yıl GSYİH'nin yüzde 10 seviyelerine çıktuktan sonra, ekonomideki yavaşlama eğilimiyle beraber düşüş sürecine girmiş görünüyor. Tahminimiz bu yıl cari açığın 60-65 milyar dolar arasına gerileyeceği yönünde. Bu durumda cari açığın GSYİH'ya oranı yüzde 8'ler seviyesine gerilemiş olacak. Cari açığındaki gerileme pozitif olmakla birlikte, mevcut seviyelerin hala yüksek olduğunu unutmamak gerekiyor. Hem hükümetin hem piyasanın beklentilerine yakın olan olası bu cari açık tahmininin kurlar üzerinde bir baskı yaratmaması için, ödemeler dengesinin finansman kaleminde en az 60-65 milyar dolarlık net bir giriş olması gerekiyor. Türkiye ekonomisi böyle bir finansmanı geçtiğimiz yıl sağladı. Fakat sermaye hareketleri konusunda oldukça iyi tahminleri olan uluslararası finans enstitüsüne göre, AB bankacılık sektörünün yaşadığı sıkıntılar nedeniyle Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan Avrupa bölgesine gelen fonlar bu yıl bir miktar azalacak. Dolayısıyla, Türkiye ekonomisi cari

açığından daha az bir finansman sağlayabilir. Bununla birlikte, son iki yılda ödemeler dengesinde görünmeyen işlemlerden yüksek bir kaynak girişine işaret eden net hata ve noksan kaleminin 5-10 milyar dolar arasında bir rakamla, gerçek cari açığı azaltmaya bu yıl da devam edeceğini düşünüyoruz. Özellikle turizm ve bavul ticareti gelirinden kaynaklandığını düşündüğümüz net hata ve noksan dahil edildiğinde, gerçek cari açık bir miktar azalmaktadır. Bu durumda cari açığın dış kaynakla finanse edilebilme ihtimali artacaktır. Bir miktar TCMB desteğiyle de döviz kurları yılın başındaki seviyelerini koruyabilir. Buna karşın, AB'deki sorunların derinleşmesi ve jeopolitik risklerin artması durumunda finansman sıkıntısı elbette daha artar. Sonuç olarak, Türkiye ekonomisinde sürdürülebilir büyümeyi sağlamak için cari açık sorununun yapısal nedenlerini ortadan kaldırmak temel amaç olmalıdır. Cari açığı nasıl finanse ederiz değil de, ekonomi büyürken nasıl daha az cari açık veririz sorusuna odaklanın ve çözümler üretebilirsek kalıcı büyümeyi sağlamamız çok daha kolay olacaktır. Ekonomi yönetiminin bu yönde bir çaba içinde olduğunu, cari açığın yapısal sorunlarına daha fazla eğildiğini görüyoruz. Bu kapsamdaki politikaların daha kapsamlı ve güçlü olması başarı şansını arttıracaktır.



# 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.

Tamburi Ali Efendi Sk. No:13 Kat:1  
Etiler, 34337  
İstanbul, Türkiye

T +90 212 349 40 00  
F +90 212 349 40 90

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



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



# Yatırımcı Özel Sektör Tahvillerine Yönelindi

Özel Sektör Borçlanma Araçları ihracında 2010 yılında başlayan hareket hızlanarak devam ediyor. Her geçen yıl artan yatırımcı talebi ile bir yandan bu alanda ilk deneyimlerini yaşayan şirketlere yenileri ekleniyor, diğer yandan da ardı ardına farklı ürünler sunuluyor. Sektördeki bu gelişmenin nedenleri, boyutu ve önümüzdeki döneme ilişkin beklentileri Oyak Yatırım, Rönesans Gayrimenkul ve Aktifbank, Kurumsal Yatırımcı'ya değerlendirdiler.

# Hazine kısa vadeden çekilince banka bonosuna talep arttı

*“2011 yılı itibariyle özel sektör tahvil ihraçları hız kazanmıştır. Bazı gelişmeler bu durumu desteklemiştir. Hazine'nin uzun vadeli borçlanmayı tercih etmesi bunlardan biridir”*

2012 yılına geldiğimizde Özel Sektör Tahvil Piyasası'nda önemli gelişmelerin olduğunu gözlemliyoruz. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) verilerine göre, 2010 yılında toplam sabit getirili menkul kıymet stoğunda özel sektör payı %0.81 iken 2011 yılında bu oran %3.95'e çıkmıştır. 2010 yılında özel sektör tahvil piyasası büyüklüğünün GSYH'ya oranı %0.3 iken 2011 yılında bu oran %1.1 olmuştur.

Mart 2012 itibariyle İMKB'de 621 milyon Türk Lirası tutarında sabit kupon ödemeli, 3.14 milyar Türk Lirası tutarında değişken kupon ödemeli tahvil ile 365 milyon Türk Lirası tutarında iskontolu özel sektör tahvili, 12.6 Milyar Türk Lirası tutarında banka bonusu, 160 milyon Türk Lirası tutarında finansman bonusu ve 363 milyon Türk Lirası değerinde varlığa dayalı menkul kıymet işlem görmektedir. 17.2 milyar Türk Lirası tutarındaki bu ihraçların 15.5 milyar Türk Lira'lık kısmı bankalar tarafından yapılmış olup, bu tutar özel sektör tahvil piyasasının %90'ına tekabül etmektedir.

SPK verilerine göre, geçen yıl 36 kuruluş sermaye piyasasından kaynak temini amacıyla yurtiçinde satılmak üzere toplam 35.9 milyar



Gülin Yılmaz  
Hazine Uzmanı  
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

*Mevduat vade ortalamalarının yaklaşık iki ay olduğu ortamda, ortalama altı ay vade ile ihraç edilen bonoların bankalara bilanço, vade ve likidite yönetimi açısından avantajlar sunması bankaları bono ibracına yöneltti.*

## Sabit Getirili Menkul Kıymetler (2010/09)

	SGMK (milyar \$)	SGMK / GSYH	Kamu Kesiminin Payı	Özel Sektör Payı
1 ABD	25,158	172%	43%	57%
2 Japonya	13,275	243%	84%	16%
3 İtalya	3,199	124%	53%	47%
4 Fransa	3,082	150%	64%	36%
5 Almanya	2,969	51%	54%	46%
6 Çin	2,689	81%	58%	42%
7 İspanya	1,687	75%	80%	20%
8 İngiltere	1,466	104%	41%	59%
9 Kanada	1,389	88%	70%	30%
10 Brezilya	1,294	62%	64%	36%
<b>24 Türkiye</b>	<b>243</b>	<b>33%</b>	<b>99%</b>	<b>1%</b>
<b>Toplam</b>	<b>66,34</b>	<b>115%</b>	<b>57%</b>	<b>43%</b>

Kaynak: TSPAKB



## İMKB'de İşlem Gören Menkul Kıymetler

Türü	Adet	Tutar (milyon TL)
Sabit Kuponlu	8	621
Değişken Kuponlu	24	3,140
İskontolu Tahvil	3	365
Banka Bonosu	27	12,600
Finansman Bonosu	3	160
VDMK	14	363
<b>TOPLAM</b>	<b>79</b>	<b>17,249</b>

Kaynak: İMKB

Türk Lirası olan borçlanma araçlarının ihracını SPK kaydına aldırdı. Aynı dönemde İMKB'ye kote edilen, özel sektör borçlanma ihraçlarının tutarı ise 18.5 milyar liraya ulaştı. 1 Ocak-15 Mart arasında 33 kurum tarafından toplam 8,813 milyar Türk Lirası tutarında ihraç gerçekleştirildi.

2011 yılı itibariyle özel sektör tahvil ihraçları hız kazanmıştır. Bazı gelişmeler bu durumu desteklemiştir. Hazine'nin uzun vadeli borçlanmayı tercih etmesi bunlardan biridir. 2010 yılında beş adet bono ihraç eden Hazine bu ihaleleriyle toplam 11.7 milyar Türk Lirası borçlandı. 2011 yılında tek bir bono ihalesi düzenleyen Hazine bu ihalede 0.7 milyar lira tutarında borçlanırken, 2012 yılının ilk üç ayında ise hiç bono ihracı yapmadı. Büyüklüğü 20.5 milyar Türk Lirasına ulaşmış olan likit fonlar, yatırım kriterleri gereği kısa vadeli sermaye piyasası araçlarına yatırım yapıyor ve bu sebeple kısa vadeli bonoların en büyük alıcısı konumunda bulunuyor. Hazine'nin kısa vadeli borçlanmadan çekilmesiyle yatırım fonlarının banka bonusu talebi arttı.

Merkez Bankası 30 Eylül 2011 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere Türk Lirası Zorunlu Karşılık oranlarında indirim gitti. 'Diğer yükümlülükler' için geçerli olan %13 karşılık oranını bir yıla kadar olan yükümlülüklerde %11, 1-3 yıl

## Özel Sektör Borçlanma Araçları

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	*2012
Adet	2	6	3	8	35	62	33
İhraç Tutarı (milyon TL)	150	380	250	290	5,613	18,451	8,813

Kaynak: SPK, İMKB  
\*1/1/12-15/3/12 dönemi

arası yükümlülüklerde %8 ve üç yıldan uzun vadeli yükümlülüklerde %5'e çekti. Bu da bono/tahvil ihraç etmek isteyen bankaların maliyetlerini aşağı çekti.

Merkez Bankasının Kasım 2011 Finansal İstikrar Raporunda 2010 yılı sonunda 47.9 gün olan Türk Lirası mevduat/katılım fonlarının ağırlıklı ortalama vadesinin 2011 yılı Eylül ayı itibarıyla 64.7 güne yükseldiği açıklandı. Mevduat vade ortalamalarının yaklaşık iki ay olduğu bir ortamda, ortalama altı ay vade ile ihraç edilen bonoların bankalara bilanço, vade ve likidite yönetimi açısından avantajlar sunması bankaları bono ihracına yöneltti.

## Bireysel yatırımcılardan ilgi artıyor

Bu yıl yapılan halka arzlara bakıldığında, banka bonolarının aynı vadedeki hazine bonolarına göre 0.50-0.90 puan ek getiri ile ihraç edildiği, bu ek getirilerin iki ya da üç yıllık özel sektör tahvillerinde dört puana kadar çıkabildiği görülmektedir. Nominal faiz seviyesinin %10'un altında olduğu düşünülürse, bu ek getiriler yatırımcılar için oldukça caziptir. Ayrıca Özel Sektör Tahvilleri yüksek ek getiri imkanlarıyla, devlet tahvillerinin negatif reel getiri ile işlem gördüğü piyasa koşullarında yatırımcıya pozitif reel getiri elde etme imkanı sunmaktadır.

Mevduat oranları çoğu zaman tutara duyarlı olup her yatırım seviyesi için aynı getirileri sunamazken, özel sektör tahvillerinde minimum yatırım tutarının 1.000 Türk Lirası'na kadar inebilmesi ve yüksek getirilerin bu tutarlar için de geçerli olması küçük yatırımcıları cezbetmektedir. Ayrıca bireysel yatırımcılar için mevduata uygulanan stopaj kesintisi % 15 iken, bu oran özel sektör tahvilleri için %10 olarak uygulanmaktadır.

Bireysel yatırımcıların özel sektör tahvillerine az ilgi göstermelerinin en büyük sebeplerinden biri de likidite problemiydi. 2010 yılı sonunda İMKB Kesin Alım Satım Pazarı işlem hacminin %0.04'ünü oluşturan özel sektör tahvilleri 2012 Mart ayı itibarıyla %1.60 paya ulaşmıştır. Bu oran borsa dışı işlemlerde %2.23'e kadar çıkmaktadır. Arza aracılık eden kuruluşlar ihraç sırasında geri alım taahhüdünde bulunmasalar da, vadeden önce satış yapmak isteyenlerin taleplerini büyük ölçüde karşılamaktadırlar.

**2010 yılı** yatırımcı dağılımı % 85 Kurumsal %15 Bireysel yatırımcı, **2011 yılı** yatırımcı dağılımı %60 Kurumsal %40 Bireysel yatırımcı, **2012 yılı** yatırımcı dağılımı %55 Kurumsal %45 Bireysel yatırımcı şeklinde gerçekleşmiş olması, değişen piyasa koşullarıyla bireysel yatırımcıların özel sektör tahvillerine meyillerinin arttığını göstermektedir.

Artan yatırımcı talebiyle birlikte

## İMKB'de İşlem Gören Özel Sektör Borçlanma Araçları

Özel Sektör Tahvil Piyasası'nın büyüme hızını sürdürmesini, önümüzdeki günlerde sukuk, varlığa dayalı menkul kıymetler gibi yapılandırılmış finansman ürünlerinin ihraçlarının gerçekleşmesini, 2012 yılı sonunda da toplam ihraçların 30 milyar Türk Lirası'nı aşmasını bekliyoruz. 17 milyar Türk Lirası civarında olan özel sektör tahvil stoğunun 2015 yılı sonunda 40 milyar Türk Lirası'nı aşacağını, özel sektör tahvil stoğunun GSYH'ya oranının ise %2 civarında olacağını düşünüyoruz. Türkiye'deki tasarruf seviyesinin, hem de yurtiçi kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesi ve ihraç edilen bu araçların repo işlemlerine konu olabilmesi durumunda piyasanın daha da büyüyeceğini tahmin ediyoruz.

*Artan yatırımcı talebiyle birlikte Özel Sektör Tahvil Piyasası'nın büyüme hızını sürdürmesini, önümüzdeki günlerde sukuk, varlığa dayalı menkul kıymetler gibi yapılandırılmış finansman ürünlerinin ihraçlarının gerçekleşmesini, 2012 yılı sonunda da toplam ihraçların 30 milyar Türk Lirası'nı aşmasını bekliyoruz.*

İhraççı Kurum	İhraç Tarihi	vade(gün)	Toplam İhraç (1,000TL)	Kupon sayısı	Ek Getiri (%)	Türü
Yapı ve Kredi Bankası	10.10.11	368	150,000	4	0.75	sabit kupon
Yapı ve Kredi Bankası	06.02.12	368	11,403	4	0.75	sabit kupon
Bank Pozitif	06.10.10	1092	100,000	2	2.25	sabit kupon
Koç Tüketici Finansmanı	18.10.10	546	100,000	2	1.33	sabit kupon
Koç Tüketici Finansmanı	12.11.10	728	100,000	2	1.35	sabit kupon
Koç Tüketici Finansmanı	16.12.11	728	75,000	2	1.50	sabit kupon
Bank Pozitif	14.02.12	546	50,000	2	1.50	sabit kupon
Koç Tüketici Finansmanı	19.03.12	728	35,000	2	1.50	sabit kupon
			621,403			
Akbank	20.01.12	1116	390,000	12	1.10	değişken
Akbank	16.03.12	1116	240,000	12	1.30	değişken
Rönesans GYO	27.01.12	1116	100,000	12	2.90	değişken
Merinos Halı	22.06.10	728	50,000	4	3.95	değişken
Şekerbank	14.03.11	546	200,000	4	1.10	değişken
Şekerbank	31.03.11	728	115,000	4	1.10	değişken
Rönesans GYO	28.07.11	728	100,000	4	2.90	değişken
Akbank	04.11.11	728	750,000	4	0.80	değişken
İş Bankası	02.12.11	726	150,000	4	0.80	değişken
Akfen Holding	27.12.11	728	80,000	4	4.00	değişken
İş Finansal Kiralama	01.03.12	727	100,000	4	1.50	değişken
Fenerbahçe	06.03.12	728	100,000	4	3.50	değişken
Ak Finansal Kiralama A.Ş.	24.02.12	728	150,000	4	1.75	değişken
Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.	19.08.10	728	40,000	4	3.00	değişken
Creditwest Faktoring Hizmetleri	04.06.10	728	50,000	2	2.45	değişken
Lider Faktoring	11.06.10	728	50,000	2	2.75	değişken
Bimeks	30.07.10	728	30,500	2	4.25	değişken
Ekspo Faktoring	21.10.10	728	20,000	2	2.70	değişken
Creditwest Faktoring Hizmetleri A.Ş.	30.11.10	728	50,000	2	2.25	değişken
Kapital Faktoring	03.03.11	728	50,000	2	2.25	değişken
Creditwest Faktoring Hizmetleri	31.05.11	728	50,000	2	3.40	değişken
Kapital Faktoring	27.06.11	728	50,000	2	2.25	değişken
Akfen Holding	09.03.12	728	200,000	2	4.00	değişken
Arzum Elektrikli Ev Aletleri	04.10.10	728	20,000	2	1.65	değişken
			3,135,500			
Şekerbank	31.03.11	368	35,000	-	1.00	iskontolu tahvil
İş Bankası	10.06.11	516	300,000	-	0.90	iskontolu tahvil
Denizbank	02.11.11	399	29,542	-	0.90	iskontolu tahvil
			364,542			
Denizbank	10.05.11	351	150,000	-	0.85	banka bonosu
İş Bankası	12.10.11	175	700,000	-	0.50	banka bonosu
Garanti Bankası	14.10.11	178	750,000	-	0.50	banka bonosu
Finansbank	02.11.11	177	150,000	-	0.75	banka bonosu
Denizbank	02.11.11	175	270,458	-	0.65	banka bonosu
Garanti Bankası	21.11.11	178	750,000	-	0.50	banka bonosu
Finansbank	30.11.11	177	200,000	-	0.75	banka bonosu
İş Bankası	02.12.11	179	550,000	-	0.50	banka bonosu
Yapı ve Kredi Bankası	05.12.11	168	1,000,000	-	0.55	banka bonosu
Akbank	06.12.11	178	750,000	-	0.50	banka bonosu
Akbank	20.01.12	178	260,000	-	0.50	banka bonosu
İş Bankası	25.01.12	175	1,000,000	-	0.50	banka bonosu
T. Ekonomi Bankası	24.01.12	178	350,000	-	0.60	banka bonosu
Garanti Bankası	26.01.12	176	650,000	-	0.50	banka bonosu
Garanti Bankası	26.01.12	92	350,000	-	0.40	banka bonosu
Halk Bankası	27.01.12	175	750,000	-	0.55	banka bonosu
Vakıflar Bankası	31.01.12	178	1,000,000	-	0.55	banka bonosu
Yapı ve Kredi Bankası	06.02.12	161	538,597	-	0.55	banka bonosu
Ziraat Bankası	17.02.12	179	1,000,000	-	0.50	banka bonosu
ING Bank	27.02.12	179	150,000	-	0.60	banka bonosu
Fibabanka	06.03.12	178	75,000	-	0.90	banka bonosu
İş Bankası	07.03.12	178	600,000	-	0.65	banka bonosu
Akbank	16.03.12	175	460,000	-	0.50	banka bonosu
			12,454,055			
İş Finansal Kiralama	04.10.11	360	100,000	-	1.40	finansman bonosu
			100,000			
*Aktif Yatırım Bankası	20.10.11	160	35,777	-	10.05	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	20.10.11	251	32,351	-	10.85	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	20.10.11	342	28,072	-	11.32	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	20.10.11	524	46,301	-	11.96	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	20.10.11	615	14,720	-	11.89	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	20.10.11	802	7,923	-	12.33	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	27.01.12	91	20,800	-	11.67	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	27.01.12	181	28,000	-	11.81	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	27.01.12	271	25,800	-	11.98	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	27.01.12	546	48,350	-	12.26	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	27.01.12	818	16,750	-	13.07	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	27.01.12	367	27,200	-	12.06	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	27.01.12	669	27,250	-	12.52	VDMK
*Aktif Yatırım Bankası	27.01.12	882	3,500	-	13.16	VDMK
			362,793			
*Aktif Yatırım Bankası	16.01.12	91	30,000	-	13.50	banka bonosu
*Aktif Yatırım Bankası	23.01.12	92	30,000	-	13.50	banka bonosu
*Aktif Yatırım Bankası	17.02.12	91	40,000	-	13.25	banka bonosu
*Aktif Yatırım Bankası	12.03.12	91	40,000	-	13.00	banka bonosu
*DD Konut Finansmanı	11.01.12	180	30,000	-	13.11	finansman bonosu
*DD Konut Finansmanı	11.01.12	362	30,000	-	13.73	finansman bonosu
			200,000			

\*Ek getiri sütununda verilen oranlar ihraç getirileridir.  
Kaynak:İMKB

kurumsal yatırımcı nisan-haziran 2012

## Gayrimenkul geliştirme ve yatırım sektöründe ilk tahvil ihracını gerçekleştiren Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş.

*“Şirketimiz İMKB’de finans dışı şirketler arasında üç yıl vadeli tahvil ihraç eden ilk şirket oldu. Uzun vadeli ticari gayrimenkul yatırımlarına dayanan iş modelimiz nedeniyle vadenin uzaması bizim açımızdan oldukça cazipti”*

Serap Mutlu, Yatırımcı İlişkileri Müdürü

**T**ahvil ihracına nasıl karar verildi? İhraçlar nasıl bir ilgi gördü?  
Dünyada ticari gayrimenkul şirketleri iş modeli gereği sermaye piyasalarını yaygın bir şekilde kullanmaktadır. Türkiye’de de son yıllarda özel sektör tahvil piyasası oluşmaya başlayınca, biz de Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş. olarak hem fonlama kaynaklarımızı çeşitlendirmek ve arttırmak hem de bu piyasanın gelişmesine katkıda bulunabilmek amacıyla, tahvil ihracı yapmaya karar verdik.

Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş. ilk olarak Temmuz 2011’de 100 milyon TL nominal değerli, iki yıl vadeli, üç ayda bir kupon ödemeli değişken faizli tahvil ihraç etti. Bu ihraç İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. aracılığıyla ve halka arz yoluyla gerçekleştirildi. Halka arz bireysel ve kurumsal yatırımcılardan arzın iki katı tutarında, toplam 201,8 milyon TL talep geldi. Bireysel talep tutarı 71,9 milyon TL ile bireysel yatırımcılara ayrılan tahsisat tutarının 2,9 katı olurken, kurumsal yatırımcı talebi ise 129,9 milyon TL ile kendi tahsisat tutarının 1,7 kat üzerinde gerçekleşti. Halka arz sirkülerinde belirtildiği gibi, arzın %25’lik (25.000.000.-TL nominal değerdeki) kısmı yurtiçi bireysel yatırımcı-



lara, %75’lik (75.000.000.-TL nominal değerdeki kısmı) ise kurumsal yatırımcılara tahsis edildi. İhraca yabancı yatırımcılar da ilgi gösterdi ve kurumsal yatırımcı tahsisinin %15’i yabancı kurumsal yatırımcılara satıldı. Böylece toplam satış yapılan yatırımcı sayısı 190’a ulaştı. Tahvilin gösterge devlet tahviline göre yıllık ek getiri oranı ise %2,90 oldu. Bu ihraç Türkiye’de gayrimenkul geliştirme ve yatırım sektöründen gerçekleştirilen ilk tahvil ihracı olması açısından piyasada bir ilk oluşturdu ve ihraca gösterilen yoğun ilgi ve güven nedeniyle Şirketimiz açısından da oldukça memnuniyet verici oldu.

Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş. Ocak 2012’de Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. aracılığıyla 2. kez tahvil ihraç etti. Hazırlık sürecinin çok daha kısa olması nedeniyle, bu kez ihraç halka arz yerine nitelikli yatırımcılara tahsisli satış yoluyla gerçek-

leştirildi. İhracın tutarı ilk olarak 80 milyon TL olarak belirlenmişken, gelen talep üzerine 100 milyon TL’ye yükseltildi. Belki de en önemlisi vade iki yıldan üç yılın biraz üzerine (1.116 gün) uzadı ve Şirketimiz İMKB’de finans dışı şirketler arasında üç yıl vadeli tahvil ihraç eden ilk şirket oldu. Uzun vadeli ticari gayrimenkul yatırımlarına dayanan iş modelimiz nedeniyle vadenin uzaması bizim açımızdan oldukça cazipti. İkinci ihraçta toplam yatırımcı sayısı 116 oldu. İkinci tahvilimiz 31 günde bir kupon ödemeli ve gösterge devlet tahviline göre yıllık %3,10 ek getiri oranı sağlıyor.

Sonuç olarak, her iki tahvilimiz de yatırımcılar tarafından büyük ilgiyle karşılandı. Biz bunu Şirketimizin sağlam sermaye yapısına ve yatırımcıların şirketimize duyduğu güvene bağlıyoruz. Her iki tahvilimizin de işleme açıldığı ilk günden bu yana nominal değerlerinin üzerinde işlem görmesi, bizim açımızdan bu güveni teyit eden diğer bir gösterge.

### **Tekrar tahvil veya farklı borçlanma araçları ihraç düşünüyor musunuz?**

Kısa vadede düşünmüyoruz. Ancak şirketimiz büyüdükçe, sermaye piyasaları derinleştikçe ve vadeler uzadıkça, finansman stratejimiz çerçevesinde yeniden bir





tahvil ihracı düşünebiliriz.

### **Özel sektörde tahvilin artan oranda borçlanma aracı olarak tercih edilmesi sizce hangi faktörlere bağlı?**

Özellikle son yıllarda faizlerde yaşanan keskin düşüş ve devletin borçlanma ihtiyacının azalması ile birlikte tahvil ihracı özel sektör şirketleri için giderek daha fizibl ve önem kazanan alternatif bir finansman aracı olmaya başladı. Bireysel yatırımcıların da faiz ve vergi avantajları nedeniyle özel sektör tahvil ihracılarına yüksek ilgi göstermesi, şirketleri daha teşvik eder oldu. Şirketler tahvil ihraç ederek kısa vadeli fonlama ihtiyaçlarını karşılarken, finansman kaynaklarını çeşitlendirme olanağına sahip oldu.

Ayrıca tahvil ihracı, şirketlere banka dışı bir fonlama kaynağı yarattı, sermaye piyasalarından yararlanma yolunu açtı ve ihracın getirdiği sermaye piyasası düzenlemelerine uyum zorunluluğu nedeniyle şirketlere kurumsallaşma açısından da önemli bir fırsat sundu.

Bizim beklentimiz faizler düşük kalmaya devam ettiği müddetçe ve özellikle vadeler daha da uzadıkça, daha çok şirketin tahvil ihracını alternatif bir finansman aracı olarak değerlendirmeye alacağı yönünde. Tahvil ihracı ile daha çok şirketin sermaye piyasalarına geleceğini ve piyasanın daha da derinleşeceğini düşünüyoruz.

Rönesans Gayrimenkul Yatırım A.Ş. (RGY), Rönesans Grubu'nun ticari gayrimenkul geliştirme ve yatırım şirkettir. Şirket, Grubun 17 yılı aşkın inşaat deneyimini 10 yıllık gayrimenkul deneyimi ile birleştirerek toplam kiralanabilir alan bazında Türkiye'nin ve Rusya'nın önde gelen ticari gayrimenkul oyuncularından biri haline gelmiştir.

Rönesans Gayrimenkul'un mevcut portföyünde, hali hazırda kira geliri getiren 14 gayrimenkul, geliştirme sürecinin muhtelif safhalarında bulunan 11 ticari gayrimenkul projesi ve ileride geliştirmeye müsait dokuz arsa olmak üzere toplam 34 gayrimenkul bulunmaktadır. Şirketin kira geliri getiren gayrimenkulleri, Türkiye'nin değişik şehirlerinde sekiz alışveriş merkezi (AVM), Rusya'nın St. Petersburg şehrinde dört ofis binası ile otel, ofis ve AVM'den oluşan bir karma proje ve Rusya'nın Novosibirsk şehrindeki bir alışveriş merkezini kapsamaktadır.

Entegre bir iş modelini benimsemiş olan Rönesans Gayrimenkul, gayrimenkul geliştirme sürecinin tüm aşamalarında faaliyet göstermektedir. Şirket, ayrıca, bağlı ortaklıkları vasıtasıyla geliştirdiği gayrimenkullerin kiralama ve yönetimini de aktif olarak üstlenmektedir. Bugüne kadar Türkiye'de AVM'lere, Rusya'da ise ofis yatırımlarına odaklanan Rönesans Gayrimenkul, son dönemde Türkiye'de ofis, Rusya'da ise AVM projeleri geliştirmeye başlamıştır.

## Yeni enstrüman ihracında sektöre öncülük eden Aktif Yatırım Bankası A.Ş.

*“Özel sektör borçlanma araçlarına açılan bu patikanın piyasa açısından faydası, bankacılık sektöründe terazinin kefesini kısmen eşitlemenin ötesindedir. İlk olarak, doğrudan özel sektör borçlanmasına elveren bu enstrümanlar kredi - mevduat arasındaki marj nedeniyle piyasalar arasındaki arbitraj imkanını güçlendirmiştir. İlâveten, devlet borçlanma senetlerine kıyasla yüksek getiri verecek kısa vadeli önemli bir alternatif yaratılmıştır.”*

Aktif Bank Ekonomik Araştırmalar Birimi



**K**asım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonrasında bankacılık sektörümüz zorunlu bir konsolidasyon süreci geçirmiştir. Takip eden 10 yıllık dönemde büyük ölçekli bankaların toplam finans sektörü aktiflerinden aldığı pay artmış, buna karşın orta ve küçük ölçeklilerin payı azalmıştır. Aynı zamanda, gelir dağılımındaki bozulmanın etkisi ile büyük miktarda mevduat sayısının artması ve alternatif yatırım araçlarının kıtlığı nedeniyle tasarruflar, ağırlıklı olarak mevduat hesaplarında toplanmıştır. Bu nedenle, bankacılık sektörünün kaynak yoğunlaşmasında artış yaşanmıştır. Rekabet koşullarında yaşanan bu farklılık birkaç olgunun bileşimidir: finansal kriz tecrübelerimiz, kamu borçlanma gereğinin yakın tarihimize kadar yüksek seviyelerde seyretmesi ve 2009 yılına kadar yürürlükteki sermaye piyasası mevzuatımız. Bilindiği üzere, mevduat toplama yetkisine sahip olmayan finansal kuruluş-

lar fonlama ihtiyaçlarını borçlanma aracı ihraç etmek ve kredi almak suretiyle temin etmektedirler. Ancak, 2009 yılında yayımlanan borçlanma araçlarına ilişkin yeni düzenlemeye kadar ülkemizdeki özel sektör borçlanma araçları pratikte yok denecek kadar azdır. Peki, yeni mevzuat temelde hangi darboğaza çözüm getirmiştir? 2002 sonrası enflasyonla mücadelede alınan mesafeye rağmen yatırımcı ve tasarruf sahiplerinin vade ufku yeterince uzamamıştır. Yeni mevzuat ülkemizdeki yatırımcının vade talebine uygun ürün formüle etmenin önünü açmıştır. Eski düzenlemelerdeki bonoların minimum 60 gün vade ile ihraç edilebilmesi ve tahsisli satışlardaki SPK kaydına başvurmadan önce, ihraççıdan taahhüt alınması zorunluluğu kaldırılmıştır. Yerine borçlanma aracı ihraçlarının halka arz edilmeksizin satışlarında;

- Nitelikli yatırımcılara satılmak üzere alınan genel bir limit çerçevesinde bir yıl boyunca çağrı yoluyla ihraç yapılabilmesine, böylece talep toplanması ve ihraç edilmesi arasında geçen sürenin optimizasyonuna ve
- Banka bonolarının satışında vade yapısının kısılmasına olanak sağlamıştır.

*Yeni mevzuat  
ülkemizdeki yatırımcının  
vade talebine  
uygun ürün formüle  
etmenin önünü  
açmıştır.*

Banka bonolarının Türk yatırımcısına cazip gelebilecek bir vade yapısına kavuşmasıyla, Bankamız Eylül 2009 tarihinde sektöre öncülük ederek TRY 35 milyon tutarında Türkiye'nin ilk "commercial paper" özelliğine sahip banka bonosunu ihraç etmiştir. Takip eden dönemde, piyasaların derinlik kazanması amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), mevduat bankalarının da banka bonosu ihraç edilebilmesinin yanı sıra ilgili bankaların kurmuş olduğu yatırım fonlarına kurucularının ihraç ettiği banka bonolarını satın almasına imkân vermiştir. Ardından, BDDK daha önce sadece yurt dışında tahvil ve bono ihraç edilebilen mevduat bankalarına yurt içinde de ihraç izni vermiştir. Öncülüğünü yaptığımız bu enstrümanın piyasada

doldurduğu boşluğun en önemli göstergesi, 2011 yılsonu itibariyle TRY 18 milyara ulaşan tahvil ve bono ihraç rakamıdır. Geçen bu süre zarfında Aktif Bank'ın toplam ihraçları da TRY 3,5 milyara varmıştır.

Özel sektör borçlanma araçlarına açılan bu patikanın piyasa açısından faydası, bankacılık sektöründe terazinin kefesini kısmen eşitlemenin ötesindedir. İlk olarak, doğrudan özel sektör borçlanmasına elveren bu enstrümanlar kredi—mevduat arasındaki marj nedeniyle piyasalar arasındaki arbitraj imkanını güçlendirmiştir. İlave olarak, devlet borçlanma senetlerine kıyasla yüksek getiri verecek kısa vadeli önemli bir alternatif yaratılmıştır. Banka bonolarının ikincil piyasada daha likit hale gelmesiyle mevduatı ikame gücünün gün geçtikçe artacağı muhakkaktır.

Her ne kadar bu enstrümanlar yatırım ve emeklilik fonlarının sermaye piyasası araçlarına yatırım yapma zorunluluğuna önemli bir seçenek sunsa da, yüksek hacimli ihraçlar için ilgili fonların aktif büyüklüğü yeterli kaynak yaratmaya elverişli değildir. Zira, portföy yönetim şirketlerinin yatırım ve emeklilik fonları dışında yönettiği kurumsal ve bireysel portföyler çok sınırlı olup, mevduat bankalarının banka bonusu ve benzeri borçlanma aracı ihraç etmesine izin verilmesi ile birlikte, yine bu bankaların kontrolünde olan yatırım ve emeklilik fonları açısından “çıkar çatışması” olarak adlandırılabilir bir ikilem ortaya çıkmıştır. Küçük yatırımcının tasarruflarını ilgili fonlar aracılığıyla yöneten portföy yönetim şirketlerinin, %95'i - yönettikleri varlık büyüklüğü açısından- mevduat bankalarının sahipliğindedir. Böyle bir ortamda, çatısı altında bulunduğu bankanın ihraç ettiği bir menkul kıymeti fon portföyüne satın alma kararını verecek olan portföy yönetim şirketinin vereceği karar ile yatırımcının çıkarı ile ihraççının çıkarı arasındaki çatışmayı nasıl yöneteceği soru işaretleri doğurmak-

tadır. Nitekim daha önce devlet borçlanma araçları açısından geçerli olan “dışlama (crowding out)” etkisi, şimdilerde mevduat bankalarının borçlanma araçları tarafından yaratılmaktadır.

Küçük ve orta ölçekli bankaların rekabette ibreyi kendi lehlerine çevirmekte kullanabileceği bonoların sermaye kısıtlarını yenmekteki izdüşümü ise, bir başka sermaye piyasası aracı olan varlığa dayalı menkul kıymetler olacaktır. BDDK ve TCMB'nin ekonomiyi soğutmak üzere aldıkları tedbirlerden sonra, ilk defa 2011'in Ekim ayında piyasaya sürdüğümüz Türkiye'nin ilk yerli varlığa dayalı menkulünün -VDMK— toplam nominal satış tutarı Ocak 2012'de TRY 390 milyona ulaşmıştır. Bankamız tarafından, T.C. Sosyal Güvenlik Kurumu'ndan maaş alan kişilere kullanılan aylık eşit taksit ödemeli bireysel kredilerin esas alındığı bu yapıda, ürün 69 gün ile 884 gün arasında vade çeşitliliği sunmakta olup, JCR-Eurasia Rating tarafından, Türk Devlet Tahvilleri ile aynı risk kategorisi olan, Uzun Vadeli Ulusal Notu “AAA” olarak derecelendirilmiştir.

VDMK'nın ihracına ilişkin mevzuat alt yapısı 2007 yılında yasallaşmasına karşın bankamız dışında hiçbir finansal kurum tarafından kullanılmamıştır. İyi tasarlandığında kredi riskini önemli ölçüde ortadan kaldıran VDMK'lar, aynı zamanda yatırımcılarına mevduat hesaplarından daha yüksek oranda getiri sunmaktadır. Bununla birlikte, VDMK'ların üzerine kurulduğu varlıkların vadesi ile uyumlu olması gerekmektedir. Vaat ettiği yüksek getiriye rağmen 1—3 ay vadede yoğunlaşan mevduattan daha uzun vadelerle ihraç edilmesi, bu ürünün hak ettiği talebi görmesindeki temel engeldir. Bu engeli ortadan kaldırmak üzere aktif bir ikinci el pazarı yaratmak için öncelikle VDMK ve benzeri enstrümanların teminat olarak kabul edildiği organize bir borçlanma piyasası yaratılmasına ihtiyaç vardır.

---

*Banka bonolarının Türk yatırımcısına cazip gelebilecek bir vade yapısına kavuşmasıyla, Bankamız Eylül 2009 tarihinde sektöre öncülük ederek TRY 35 milyon tutarında Türkiye'nin ilk “commercial paper” özelliğine sahip banka bonosunu ihraç etmiştir.*

---

Gerekirse bu piyasa TCMB tarafından oluşturulmalıdır. Diğer taraftan bu kıymetler sermaye yeterliliği hesaplamalarında kredi derecelendirmelerine bağlı olarak daha düşük risk ağırlığına tabi tutulmalıdır. Bu çözümlerin hayata geçirilmesi halinde içinde bankaların da yer alacağı müşteriler, portföylerine bu tarz araçları almaya başlayacak ve kısa vadeli mevduat hesaplarındaki tasarruflar da VDMK ve benzeri borçlanma araçlarına dolaylı olarak akacaklardır.

Türk finans sektörünün lokomotif bankacılık sektörüdür. 2001 yılında yaşanan krizin ardından sektörün yeniden yapılandırılması çalışmaları sonrasında bankacılık sektöründeki yoğunlaşma artmıştır. Yakın tarihte yaşadığımız kriz, yüksek enflasyon tecrübeleri ve sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olmasının bir sonucu olarak bankacılık sektörü ideal bir rekabet ortamından uzak çalışmaktadır. Bu bağlamda piyasayı düzenleyen otoritelerin piyasadaki istikrarı aksatmayacak şekilde rekabeti artırıcı düzenlemelere yeşil ışık yakmasının, sektörün sağlıklı işlemesi ve küresel pastadan pay alması bakımından son derece önemli olduğunu düşünmekteyiz.





## Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası

1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe girmesi öngörülen Yeni Türk Ticaret Kanunu (“**YTTK**”), halka açık anonim şirketler ile portföy yönetim şirketleri veya aracı kurumlar gibi sermaye piyasası kurumlarını ilgilendiren birçok hüküm içermektedir. YTTK’nın bir kısım hükümlerinde doğrudan Sermaye Piyasası Kanunu’na (“**SPKn.**”) atıf yapılırken, bir kısım hükümlerinde halka açık anonim şirketler veya pay senetleri borsaya kote edilmiş şirketler hakkında doğrudan düzenlemeler yapılmaya gidilmiştir. Bir kısım YTTK hükümleri ise, SPKn.’nda yer alan konulara ilişkin düzenlemeler getirmiş olmaları nedeniyle sermaye piyasası hukukunun ilgi alanına girmektedir.

Bu çalışmanın sınırları içerisinde, 1 Temmuz 2012 tarihi itibariyle şekillenecek yapının bütünüyle ortaya konulması olanağı elbette bulunmamaktadır. Çalışmamızda, önemli görülen bazı hükümlere kısaca değinilmeye çalışılmıştır. Ayrıca önemle üzerinde durulmalıdır ki, Sermaye Piyasası Kurulu (“**SPKr.**”), 9 Mart 2012 tarihinde, hazırlamış bulunduğu yeni SPKn. taslağını kamuoyuyla paylaşmıştır. Yeni bir SPKn.’nun TBMM tarafından kabulü halinde, halka açık şirketler ve sermaye piyasası kurumları için hem YTTK hem de yeni SPKn. bir arada uygulanacaktır. Yeni SPKn. taslağı henüz TBMM’ye dahi sunulmamış olduğundan, çalışmamız içerisinde yer alan değerlendirmelerimizde SPKn.’nun mevcut hali esas alınmıştır.

### 1. “İzin” ve “Kayda Alma” Sistemleri

SPKn., ihraç veya halka arz oluncak sermaye piyasası araçlarının SPKr. kaydına alınmasını zorunlu



tutmaktadır (m.4/1). Aynı fıkranın daha önceki halinde, “*Menkul kıymetlerin halka arzı için Kurul’dan bu Kanun uyarınca izin alınması zorunludur.*” ifadesi mevcutken, 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile fıkra bugünkü şeklini almıştır. Bu değişiklik ile, “izin” sisteminden “kayda alma” sistemine geçilmiş olup, m.4/1 hükmünde yapılan değişikliği destekler nitelikte olmak üzere SPKn. m.5/3 hükmünde değişiklik yapılarak, “İncelemeler sonunda, açıklamaların yeterli ve doğru olduğu sonucuna varıldığı takdirde menkul kıymetlerin halka arzına izin verilir. Açıklamaların yeterli ve gerçeğe uygun bulunmadığı veya halka arzın kamu yararına aykırı düşeceği ya da halkın istismarına yol açacağı kanısına varıldığı takdirde, gerekçe gösterilmek suretiyle başvuru reddedilir.” ifadesi yerine, “*İncelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu sermaye piyasası aracının Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir.*” hükmü kanun metnine ilave edil-

miştir. “İzin” sistemi yerine “kayda alma” sistemine geçilmesiyle, kamu otoritesinin ekonomik yerindeleme incelemesi yaptığı sistemi, yerine, SPKr.’nun başvuru konusu sermaye piyasası aracının kayda alınmasından kaçınılabilmesinin, ancak incelemeleri sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varması halinde söz konusu olabileceği sisteme geçilmiştir.

Ancak YTTK, “*bir anonim veya başka bir şirket kurmak, şirketin sermayesini artırmak amacıyla veya vadiyle halktan para toplanabilmesi için*” SPKr.’ndan izin alınmasının zorunlu olduğu hükmünü getirmiş (m.552/1) ve böylece, YTTK’nın yürürlüğe girmesi ile birlikte “kayda alma” sistemi yerine “izin” sisteminin mi uygulanması gerektiği hususunda bir soru işaretinin doğmasına neden olmuştur. Gerçi ilgili YTTK maddesinde SPKn. hükümlerinin saklı olduğu belirtilmektedir (YTTK m.552/3). Ancak, bu konuda SPKn. hükümleri aynen uygulanacak idiyse, YTTK m.552/1 hükmünün YTTK’da yer almasına neden ihtiyaç duyulduğu sorusu akla gelmektedir. Madde gerekçesinde konuya ilişkin bir açıklama

---

*YTTK, büyük sermaye şirketi sayılmanın çeşitli sonuçlarına yer vermiştir. Ticari defterlere, finansal tablolara ve raporlamaya ilişkin hükümlerin uygulanmasında bu ayırım önem arz etmektedir.*

---

yer almamaktadır. YTTK m.552/1 hükmünün ne yönde yorumlanacağı hususu söz konusu kanunun yürürlüğe girmesini takiben uygulamada netlik kazanacaktır.

Ayrıca bilinmelidir ki, SPKr. tarafından yayımlanan yeni SPKn. taslağı m.4/1 ile, kayda alma sistemi de terk edilmekte ve yerine izahname-nin SPKr. tarafından onaylanması sistemine geçilmektedir.

YTTK m.552 metninde, izin esasına ilave olarak, diğer düzenlemelerin yanında, (i) SPKr.'nin madde- de belirtilen talepleri için Kanunen yetkili mahkemeler dışında Ankara Asliye Ticaret Mahkemesi'nin de yetkili olduğu belirtilmiş, (ii) Anonim şirket dışındaki şirketler için halktan para toplanabilmesi için de SPKr.'ndan izin alınması zorunluluğu getirilmiş ve (iii) SPKr. izni ile toplanan tutarların altı aylık süre içerisinde öngörülen amaca uygun olarak veya ciddi bir şekilde kullanılması gerektiği esasları getirilmiş ve aksi durumda kanunda belirtilen esasların uygulanması hususunda SPKr. yetkilendirilmiştir.

## 2. "Tedavisi Güç Hastalığa Çare": SPKr. Düzenlemeleri için İlgili Bakanlıktan Uygun görüş Alınması

YTTK, önce Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın, YTTK'nın ticaret şirketlerine ilişkin hükümlerinin uygulanmasıyla ilgili tebliğler yayımlamaya yetkili olduğunu belirtmekte, sonra da diğer bakanlık, kurum, kurul ve kuruluşların, ancak kendilerine kanunla tanınan yetkinin sınırları içinde kalmak şartıyla ve öngörülen amaç, konu ve şekle tabi olarak, şirketlere ilişkin düzenlemeler yapabileceğini ortaya koymaktadır. YTTK, bu düzenlemelerin bu kanunun ilkelerine ve sistemine aykırı olamayacağını belirt-

*YTTK, şirketleri küçük, orta ve büyük ölçekli olmak üzere üç kategoriye ayırmakta ve bu ayrıma bir kısım hukuki sonuçlar bağlamaktadır. Sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler, bazı koşulların varlığı halinde, küçük ve orta ölçekli olsalar bile büyük sermaye şirketi sayılmaktadır.*

tikten sonra, söz konusu düzenlemelerin YTTK'nın ticaret şirketlerine ilişkin hükümlerini ilgilendirmeleri hâlinde Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın yazılı uygun görüşünün alınacağını ifade etmektedir (m.210/1, 2).

SPKr., SPKn. hükümleri dahilinde yetkilerini, aldığı özel nitelikli kararlar yanında, düzenleyici işlemler tesis ederek kullanmaktadır (SPKn. m.22/2). Bu durumda, YTTK m.210 hükmü uyarınca, SPKr.'nin, yapacağı düzenlemelerin YTTK'nın ticaret şirketlerine ilişkin hükümlerini ilgilendirmeleri hâlinde Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın yazılı uygun görüşünün alınması zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. YTTK madde gerekçesinde, şirketler, özellikle anonim şirketler alanında, birçok bakanlık, kurum ve kuruluşun, şirketin işletme konusuyla veya sermaye piyasasıyla ilgileri dolayısıyla şirketin

kuruluşuna ve esas sözleşme değişikliklerine izin vermek istediği ve bu iznin esas sözleşmeye madde eklenmesi gibi şartlara bağlandığı ifade edilmekte ve YTTK'da yapılan düzenlemelerin, "Türk uygulamasının tedavisi güç bir hastalığına çare bulmaya yönelik olduğu" belirtilmektedir. Madde yalnız SPKr.'nu değil, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı dışındaki tüm kamu kurum ve kuruluşlarını kapsamına almaktadır. Bu bakımdan, varlığı ileri sürülen sorunun genel anlamda çözülmeye çalışıldığı anlaşılmaktadır. Bu tespitin ve çözüm yolunun yerindeliği hususunda değerlendirme yapmak bu çalışmanın sınırları içerisinde mümkün değildir. Ancak yine de, konuya ilişkin bir belirsizlik bulunduğu dikkat çekmek isteriz. YTTK, yapılacak düzenlemelerin "YTTK'nın ticaret şirketlerine ilişkin hükümlerini ilgilendirmeleri halinde" Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın uygun görüşüne tabi olduğunu ifade etmektedir. Hükmün geniş yorumlanması halinde, SPKr.'nin kendi yetkileri ile halka açık şirketler ile aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve diğer sermaye piyasası kurumları için yapacağı bir çok düzenlemenin, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın uygun görüşüne tabi olacağı gibi bir sonuç ortaya çıkabilecektir. Zira bu şirketler sonuç itibarıyla YTTK'ya tabi birer anonim şirkettir. En sağlıklı çözüm, konuya ilişkin bir an önce SPKr. ve ilgili bakanlık tarafından düzenleme yapılması ve hangi konulara ilişkin ilgili bakanlığa uygun görüş sorulması gerekeceği hususunun netleştirilmesi olacaktır.

Bu vesileyle, YTTK m.340 hükmünün de bahis konusu yapılması yerinde olacaktır. Bu madde ile, "Esas sözleşme, bu Kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda buna açıkça izin



verilmişse sapabilir. Diğer kanunların, öngörülmesine izin verdiği tamamlayıcı esas sözleşme hükümleri o kanuna özgülenmiş olarak hüküm doğururlar.” hükmü vazedilmiş olup, YTTK'nın yürürlüğe girmesi sonrası, SPKr. tarafından getirilecek, şirket esas sözleşmelerine madde eklenmesine ilişkin düzenlemeler, bu madde hükmüne tabi olacaktır.

### 3. İhraççıların Büyük Sermaye Şirketi Sayılması

YTTK, şirketleri küçük, orta ve büyük ölçekli olmak üzere üç kategoriye ayırmakta ve bu ayrıma bir kısım hukuki sonuçlar bağlamaktadır. Sermaye piyasası araçlarını ihraç edenler, bazı koşulların varlığı halinde, küçük ve orta ölçekli olsalar bile büyük sermaye şirketi sayılmaktadır. Buna göre; (i) Borçlanma araçları veya özkaynağa dayalı finansal araçları, “kamuya açık bir piyasa”da işlem gören sermaye şirketleri ve (ii) ihraç etmiş olduğu araçlar henüz kamuya açık piyasada işlem görmeyen, ancak bu tür bir piyasada işlem görmek üzere söz konusu araçları ihraç edilme aşamasında bulunan sermaye şirketleri YTTK'nın uygulamasında her zaman büyük sermaye şirketi kabul edilecektir (YTTK, m.1523/2-a). Yerel ve bölgesel piyasalar da dâhil olmak üzere, yerli veya yabancı sermaye piyasaları veya tezgâh üstü piyasaların tamamı, kanunda yer verilen “kamuya açık piyasa” kavramının kapsamı içerisinde değerlendirilmelidir.

YTTK, büyük sermaye şirketi sayılmanın çeşitli sonuçlarına yer vermiştir. Ticari defterlere, finansal tablolara ve raporlamaya ilişkin hükümlerin uygulanmasında bu ayırım önem arz etmektedir. Bunların dışında bilinmelidir ki,



büyük sermaye şirketlerinin, mal ve hizmet tedarikine ilişkin olarak yapacakları sözleşmelerde öngörülen ödeme süresi, faturanın veya eş değer ödeme talebinin veya mal veya hizmetin alındığı veya mal veya hizmetin gözden geçirme ve kabul usulünün tamamlandığı tarihten itibaren en fazla 60 gün olabilecektir (m.1530/5). Küçük ve orta ölçekli işletmeler (“KOBİ'ler”) için de bu hüküm geçerlidir. Ancak, KOBİ'ler, (i) alacaklı aleyhine ağır bir haksız durum yaratılmaması, (ii) açıkça anlaşılması, (iii) alacaklının KOBİ olmaması ve (iv) alacaklının tarımsal ya da hayvansal üretici olmaması şartlarıyla, mal hizmet tedariki amaçlı sözleşmelerinde 60 günden daha uzun bir süre öngörebileceklerdir.

Bu durumda, örneğin bir KOBİ, hammadde tedariki amacıyla yaptığı sözleşmelerde 90 günlük bir ödeme süresi öngörüorsa, bir tahvil ihraç etmesi halinde artık 60 gün içerisinde ödemelerini yapmak durumunda kalacaktır. Hatta bu KOBİ, henüz tahvil ihraç etme-

miş olmasa da, tahvil ihraç etme aşamasına geldiği durumda dahi, ödemelerini 60 günlük süre içerisinde gerçekleştirmeye başlamalıdır.

Sermaye piyasası araçlarını ihraç eden şirketlerin büyük sermaye şirketi sayılması ile ne amaçlandığı konusunda YTTK gerekçesinde bir değerlendirme bulunmamaktadır. KOBİ'leri tanımlayacak ölçütler, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ve Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nun görüşleri alınarak, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yönetmelikle düzenlenecektir (YTTK m.1522). Yukarıda yer verilen YTTK m.1530/5 hükmünün, çıkarılacak bu yönetmelik ile KOBİ sayılacak şirketlerin halka açılması ve borçlanma aracı ihraçlarını destekler nitelikte olmadığı açıktır. Anılan hüküm, ilgili kuruluşların, Gelişen İşletmeler Piyasası'nın geliştirilmesi ve KOBİ'lerin halka açılmasını teşvik eden çalışmaları ile aksi yönde bir etki yaratacaktır.

#### 4. İmtiyazlarda Sınırlamalar

Halka açık anonim ortaklıkların önemli bir kısmında imtiyazlı payların mevcut bulunduğu görülmektedir. Bu itibarla, YTTK'nın imtiyazlara ilişkin düzenlemeleri halka açık anonim ortaklıklar açısından büyük öneme sahiptir.

YTTK, bazı paylara, kar payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda imtiyaz tanınabileceğini kabul etmekte (m. 478/1, 2), ancak diğer yandan imtiyazlarda bir takım sınırlamalara gitmektedir (m. 360, 479). Bu sınırlamalara aşağıda yer verilmektedir:

**(i)** Bir paya en çok 15 oy hakkı tanınabilir. Bu sınırlamanın kaldırılabilmesi, ancak "kurumlaşmanın gerektirdiği" veya "haklı sebebin ispatlandığı" durumlarda mahkeme kararıyla mümkündür. Karar, gerektirici koşullar ortadan kalktığı takdirde mahkemece geri alınabilecektir (YTTK, m.479/1). Bu hükme aykırı esas sözleşmelerin, YTTK'nın yayımı tarihinden itibaren üç yıl içerisinde (14.02.2014'e kadar) hükümde yer verilen esaslara uygun hale getirilmesi gerekecektir (Türk Ticaret Kanunu'nun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun, m.28/3).

**(ii)** Esas sözleşme değişikliği, işlem denetçilerinin seçimi ve ibra ve sorumluluk davası açılmasına ilişkin kararlarda oyda imtiyaz kullanılamaz (YTTK, m.479/3).

**(iii)** Belirli pay gruplarına, özelliği ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa tanınacak yönetim kurulunda temsil edilme hakkı, halka açık anonim şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamaz (YTTK, m.360/1). Türk Ticaret Kanunu'nun

*YTTK'da halka açık anonim şirketleri ve sermaye piyasası kurumlarını etki altında bırakacak birçok hüküm mevcuttur. Bu hükümlerin bir kısmının SPKn. ile nasıl bir etkileşime gireceği hususu halen belirlilik kazanmamıştır.*

Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun uyarınca, YTTK'nın kabul edilmesinden en az bir yıl (13.01.2010 tarihinden) önce esas sözleşme hükmü ile bazı pay gruplarına tanınmış olan, yönetim kurulu üyeliği için aday gösterme hakkına ilişkin imtiyaz, yönetim kurulu üye sayısının yarı-

sından fazlası için verilmiş olsa dahi kazanılmış hak sayılacaktır (m.28/2). Bu itibarla YTTK, m.360/1'da yer alan sınırlama, ancak 13.01.2010 tarihinden sonra paylarına yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı tanınmış bulunan halka açık anonim şirketler ile, bundan sonra halka açılması söz konusu olacak şirketler için geçerli olacaktır.

Söz konusu hükümler dikkate alınarak, şirketlerin yeniden yapılandırılmaya ihtiyaç duyacağı açıktır. Ayrıca, yeni halka açılacak şirketlerin YTTK'nın söz konusu hükümlerini dikkate alarak gerekli düzenlemelere gitmeleri uygun olacaktır. Halka açılmaya ilişkin hükümler içeren hissedarlık sözleşmelerinin ise, YTTK'nın söz konusu hükümleri çerçevesinde revize edilmesinde büyük yarar bulunmaktadır.

#### 5. Bankalara Uygulanacak Kurumsal Yönetim İlkeleri

YTTK m.1529 ile, madde gerekçe-



sinde de belirtildiği üzere, kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin yetkili bir kurum belirleme ihtiyacı giderilmeye çalışılmış ve “Halka açık anonim şirketlerde kurumsal yönetim ilkeleri, yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının esasları ve şirketlerin bu yönden derecelendirme kural ve sonuçları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenir.” hükmüne yer verilmiştir (m.1529/1). Maddenin ikinci fıkrasında ise, “Sermaye Piyasası Kurulunun uygun görüşü alınmak şartıyla, diğer kamu kurum ve kuruluşları, sadece kendi alanları için geçerli olabilecek kurumsal yönetim ilkeleriyle ilgili, ayrıntıya ilişkin sınırlı düzenlemeler yapabilirler.” hükmü yer almaktadır. Bu hükümler çerçevesinde, örneğin halka açık bankaların uyması gereken kurumsal yönetim ilkeleri SPKr. tarafından belirlenecek, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ise, sadece bankacılık alanı için geçerli olabilecek kurumsal yönetim ilkeleriyle ilgili, ayrıntıya ilişkin sınırlı düzenlemeler yapabilecektir.

## 6. %5 Pay Sahibinin Azlık Oluşturması

Azlık pay sahiplerinin haklarının, halka kapalı şirketlerden farklı olarak halka açık şirketlerde %10 yerine %5 pay sahibi tarafından kullanılabilmesine ilişkin olarak SPKn. m.11/8’de, “Türk Ticaret Kanunu-nun 341, 348, 356, 359, 366, 367 ve 377 nci maddelerinde esas sermayenin en az onda birini temsil eden pay sahiplerine tanınan haklar, halka açık anonim ortaklıklarda, ödenmiş sermayenin en az yirmide birini temsil eden pay sahipleri tarafından kullanılır.” hükmü yer almaktaydı. YTTK, hangi hallerde halka açık şirketlerde azlığa tanınan hakların %5 pay

sahipleri tarafından kullanılacağını ilgili maddelerde tek tek belirtmiştir. Buna göre, genel kurulun toplantıya çağırılması ve gündeme madde eklenmesinde (m.411/1), finansal tabloların müzakeresinin ertelenmesinde (m.420/1), özel denetçi atanmasında (m.439/1), şirketin feshinde (m.531/1) ve sulh ve ibranın genel kurulca onaylanmasında (m.559) sermayenin %10’una sahip pay sahiplerine tanınan haklar, halka açık anonim şirketlerde sermayenin %5’ine sahip pay sahipleri tarafından kullanılacaktır.

## 7. Elektronik Ortamda Yönetim Kurulu ve Genel Kurul

YTTK uyarınca, anonim şirketler, esas sözleşmelerinde düzenlenmiş olması şartıyla, yönetim kurulu toplantılarını tamamen elektronik ortamda yapabilecekler veya bazı üyelerin fiziken mevcut buldukları bir toplantıya bir kısım üyelerin elektronik ortamda katılması yoluyla da yönetim kurulu toplantılarını icra edebileceklerdir (m.1527/1). Anonim şirket genel kurullarına ilişkin getirilen düzenlemede ise, anonim şirket genel kurulunun tamamıyla elektronik ortamda düzenlenmesine cevaz verilmiş, ancak genel kurula elektronik ortamda katılım sağlanabileceği hükmü getirilmiştir. Bu hükmün uygulanması esasları bir tüzük ile düzenlenecek ve tüzüğün yürürlüğe girmesi ile birlikte genel kurullara elektronik ortamda katılma ve oy kullanma sisteminin uygulanması, pay senetleri borsaya kote edilmiş şirketlerde zorunlu hâle gelecektir (YTTK, m.1527/5).

## Sonuç

YTTK’da halka açık anonim şirketleri ve sermaye piyasası kurumları-

nı etki altında bırakacak birçok hüküm mevcuttur. Bu hükümlerin bir kısmının SPKn. ile nasıl bir etkiye gireceği hususu halen belirlilik kazanmamıştır. Her ne kadar YTTK’nın ticaret şirketlerine ilişkin ikinci kitabının anonim şirketlere ilişkin dördüncü kısmında, “Özel kanunlara tabi anonim şirketlere, özel hükümler dışında bu kısım hükümleri uygulanır.” hükmü yer alıyor olsa da (m.330) YTTK’nın çeşitli hükümlerinde SPKn. hükümlerinin saklı tutulduğunun ayrıca belirtilmiş olması ve halen SPKn. tarafından düzenlenen bazı hususların YTTK tarafından yeniden düzenleniyor olması, soru işaretlerine neden olmaktadır.

İlgili bakanlık ve SPKr.’nun konuya ilişkin düzenlemeleri ve özel nitelikteki kararları ile yargı süreçlerinde gelişecek uygulamalar çerçevesinde YTTK uygulamalarının zaman içerisinde netleşeceği sonucuna varılmaktadır.

**1-** Manavgat, Çağlar, “Yeni Türk Ticaret Kanunu’nun Kayıt Yükümlülüğü Yerine Getirilmeksizin İhraç ve Halka Arz Kavramına Yaklaşımı”, Sermaye Piyasası İçinde, Ankara, Ekim-Aralık 2011, s.27.

**2-**YTTK’da “Sanayi ve Ticaret Bakanlığı” ifadesi kullanılmakla birlikte bilinmelidir ki, 6223 sayılı Kamu Hizmetlerinin Düzenli, Etkin ve Verimli Bir Şekilde Yürütülmesini Sağlamak Üzere Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Teşkilat, Görev ve Yetkileri ile Kamu Görevlilerine İlişkin Konularda Yetki Kanunu’na dayanılarak çıkarılan 640 sayılı Gümrük ve Ticaret Bakanlığı’nın Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname m.2/(1) uyarınca, şirketlerle ilgili hizmetleri yürütme ve bunları denetleme yetkisi Gümrük ve Ticaret Bakanlığı’na verilmiştir.



## Fon Finansal Yönetiminde Avrupa Lideri Fransa



*Nitelikli ve geniş işgücü, yüksek rekabet ortamı ve yasal altyapı Fransa'yı fon finansal yönetiminde Avrupa lideri yaptı. Fransa'da sektörün gelişimini Fransa Portföy Yönetimi Derneği'nden (Association Française de la Gestion financière-AFG) Stéphane Janine ve Carlos Pardo, Kurumsal Yatırımcı'ya anlattı.*

**KURUMSAL YATIRIMCI- Avrupa'nın önde gelen fon yönetimi merkezlerinden biri olarak Fransa'nın mevcut konumunun arkasında yatan ana faktörleri anlatabilir misiniz? Sektördeki son istatistikleri de bizimle paylaşır mısınız?**

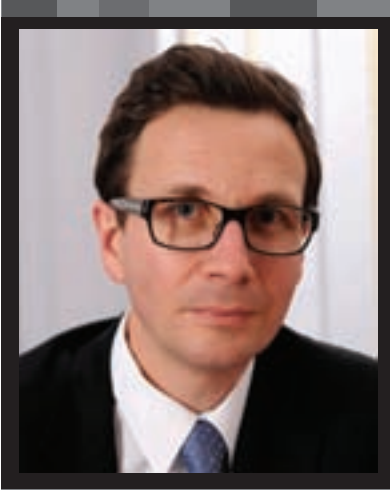
**AFG-** Paris-merkezli yönetim şirketlerince büyüklüğü 1,550 milyar euro düzeyindeki varlığın yönetiminin gerçekleştirildiği Paris fon yönetimi

merkezi, finansal yönetim itibarıyla Avrupa'da birinci sırada yer alıyor. Bireysel emirleri de fon yönetimine eklediğimizde, Paris'ten yönetilen portföy tutarı yaklaşık 2,650 milyar euroya çıkıyor.

Buna ilaveten fon kuruluş yeri olarak Paris, Avrupa'da ikinci sırada bulunuyor.

Bu performansın arkasında bir dizi faktörün birleşimi yer alıyor. Birincisi, Paris yöneticiler açısından çok canlı ve renkli bir yer. Paris ekosistemi içe-

risinde 80.000'in üzerinde profesyonel görev yapıyor. Bu, dünyanın dört bir yanından gelmiş son derece geniş ve çeşitli yeteneğe sahip insan gücünün bir araya gelmesi demek. Bunun yanı sıra, bu profesyonellerin çoğunluğu, (Ecole Polytechnique gibi) uluslararası kabul görmüş Fransız Yüksek Okullarında (Grandes Ecoles), üniversitelerinde veya iş okullarında eğitim veya kurs görmüş kişilerden oluşuyor. İkincisi, bu canlılık bir dinamizm



**Stéphane Janin**  
Uluslararası İlişkiler  
Bölümü Direktörü

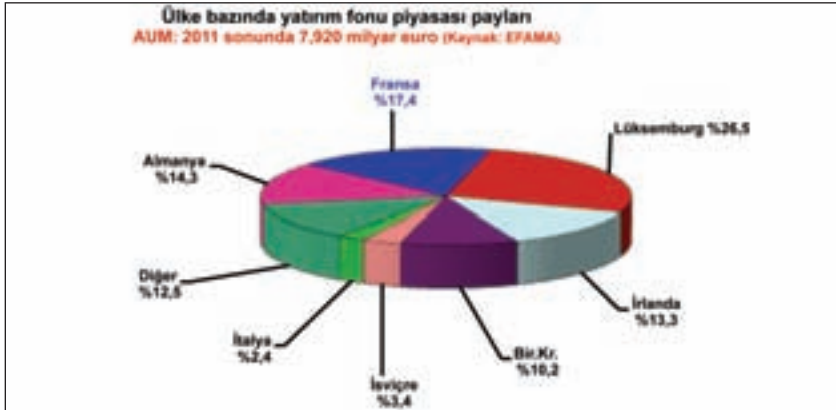


**Carlos Pardo**  
Ekonomik İlişkiler  
Bölümü Direktörü

yaratıyor ve bu da yatırımcılar açısından yüksek bir rekabet, yenilik ve düşük maliyeti beraberinde getiriyor. Rekabet ile ne demek istediğimizi açıklamak için size, Fransa'da yerleşik fon yönetimi şirketlerinin sayısının 600 civarında olduğunu söyleyelim.

Bu durum, 'butik' işletmelerin büyük oyunculara devamlı olarak meydan okumasını sağlayan bir ortam yaratıyor. Bu tablonun bir ucunda, dünyanın en büyük 20 fon yönetimi şirketi arasında dört adet Paris merkezli yönetim şirketi bulunuyor (buna karşılık bu listede iki adet Londra merkezli portföy yönetimi şirketi, iki adet de Almanya merkezli portföy yönetimi şirketi var). Diğer uçta ise 400'den fazla Paris merkez-

li 'butik' işletme, büyük kuruluşlar için giderek daha fazla rekabet doğuruyor. Bunun sonucunda, uluslararası yatırımcılar (onların yanı sıra yerli yatırımcılar da), fon kuruluşu bakımından Avrupa'nın en büyük merkezlerine kıyasla hem daha fazla yenilikten hem de en düşük maliyetlerden faydalanma şansına sahip oluyorlar. Fransa merkezli şirketlerin yüzde 71'inin yabancı müşteri tabanına sahip olmasının nedeni de burada yatıyor. Bu rekabet ortamı da devam edecek, çünkü sık sık ortaya çıkan uluslararası mali krizlere rağmen Paris'te açılan yeni yönetim şirketlerinin sayısı net olarak artmaya devam ediyor (örneğin; Paris'te 2008'den bu yana, çoğunluğu girişim ve uzman olmak üzere 100'ün üzerinde yeni şirket açıldı).



Sonuncu ancak diğerlerinden önem-  
siz olmayan bir başka husus da,  
Fransa'daki yasal çerçevenin oldukça rekabetçi bir yapıya sahip olması.  
Örneğin; kuruluş yeri Paris olan bir UCITS ve Alternatif Yatırım Fonu (Alternative Investment Fund- AIF) en fazla sekiz günlük garanti süresi içerisinde oluşturulabilmektedir. Fransa'nın sermaye piyasaları düzenleyici kurumu AMF (Autorité des Marchés Financiers) profesyoneller için elektronik başvuru imkânı sunmanın yanı sıra web sitesinde halka açık bütün fonlara ilişkin tüm bilgilere de erişim sağlamaktadır.

### **KY- AFG, Fransa'da yatırım fonlarının oynadığı rolü devam ettirmek ve iyileştirmek adına neler yapıyor?**

**AFG-** Fransa'nın düzenleyici çerçevesinde, somut kurallarla piyasa disiplininin veya "soyut kuralların" bir araya getirilmesinde profesyonel birliklere çok önemli roller düşer. Fransız yasaları uyarınca, Fransız yönetim şirketleri lisans alabilmek için, başka bir çok kriter arasında, (AFG gibi) tanınmış bir profesyonel birliğe üye olmak zorundadır.

AFG; Fransa merkezli (ister yeni girişim olsun ister finans gruplarının iştirakleri olsun) bütün yönetim şirketlerini temsil etmek ve bireysel emirleri veya yatırım fonlarını (UCITS, hedge fonları/hedge fonlarının fonları, girişim sermayesi fonları, gayrimenkul fonları, çalışan tasarruf programları...) yönetmekle görevlidir. AFG'ye üye 420'den fazla şirket mevcuttur. Bunlar, Fransa'da yönetilen portföylerin %98'ini temsil etmektedir.

Bu yüksek temsil oranı, AFG'ye Fransız portföy yönetimi sektöründe çalışan profesyonellere eğitim ve kurs verilmesinde merkezi bir görev vermektedir.

Bu eğitim faaliyetini; profesyoneller

*Fransız yasaları uyarınca, Fransız yönetim şirketleri lisans alabilmek için, başka bir çok kriter arasında, (AFG gibi) tanınmış bir profesyonel birliğe üye olmak zorundadır.*

için dâhili eğitim programlarımız (2011'den bu yana) ve yine geçtiğimiz yıl başlattığımız profesyoneller ve öğrencilere yönelik sertifika programları aracılığıyla gerçekleştiriyoruz.

AFG tarafından konulan ve AFG üyesi yönetim şirketlerinin uymak

zorunda olduğu Kurallar da profesyoneller için bir kılavuz ve piyasada disiplin sağlanmasında güçlü bir gereç işlev görüyor. 1980'lerden bu yana zamanının ilerisinde bir vizyonla şekillendirilen bu Kurallar, bütün fonlara veya spesifik bazı alanlara hitap etmektedir. Örneğin AFG Etik Kodu 1990'dan bu yana; fonların performansının ve fon sıralamasının açıklanmasına ilişkin Kurallar 1998'den bu yana ve SRI fonlarına uygulanacak Şeffaflık Kuralı ise 2005'ten bu yana yürürlüktedir. Fransız düzenleyici Kurulu AMF'nin, bu AFG Kurallarından herhangi birisini ihlal eden yönetim kuruluşlarına yaptırım uygulayabileceğinin özellikle altını çizmek isteriz.

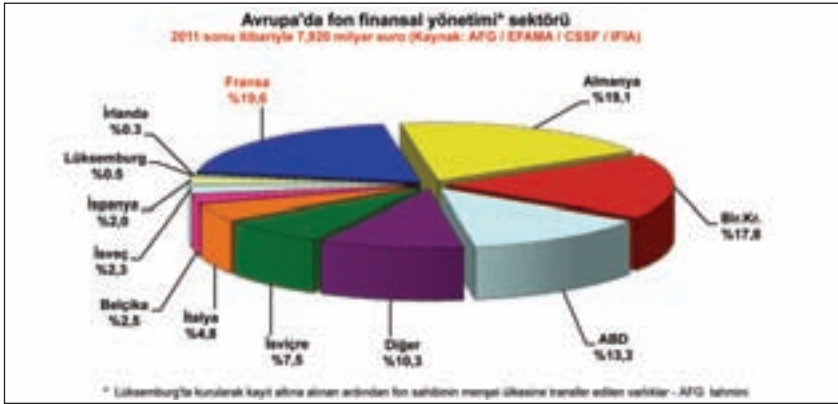
AFG Kuralları, bu veya benzer başka hususlarda, zorunlu olmakla birlikte ihraççıların uymaları tavsiye edilen birer kılavuz işlevi de görürler. Tıpkı Kurumsal Yönetim



Kuralları'nda olduğu gibi.

**KY-Fransa fon sektörü Avrupa'daki borç krizinden nasıl etkileniyor ve önümüzdeki yıllara ilişkin beklentileriniz neler?**

**AFG** - Avrupa'da devam eden borç krizi elbette komşularımızı olduğu gibi Fransız aktif yönetimi sektörünü de olumsuz etkiledi ve bu nedenle 2012 yılı beklentilerimiz umduğumuz kadar parlak değil. Ancak bütün bunlara karşın, önümüzdeki dönemde Fransa'da portföy yönetimine ilişkin beklentilerimiz olumlu. Bunun orta ve uzun vadede teyidi için basit bir gerçeğin göz önünde bulundurulması yeterlidir. Fransa'da makro düzeyde tasarrufların ana kalemini oluşturan hane halkı tasarrufları 3,5 trilyon euro (GSYİH'nin %175'i) dolayında finansal varlığa sahiptir. Gayrimenkuller de bu rakama ilave edildiğinde, toplam 10,000 milyar euro tutarında bir hane halkı varlığına ulaşılır. Bu varlıklar her yıl ortalama yüzde 4-5 oranında büyümektedir. Dolayısıyla, orta ve uzun vadeli bir perspektiften bakıldığında, tasarruf sahipleri varlıkları için yönetime, bunun yanı sıra şirketler de kendi sermayelerini güçlendirmek için piyasalardan finansman ihtiyacı duymaya devam edecekler. Bu iki faktör,







getiri arayışında olan yatırımcılarla sermaye peşinde olan şirketler arasında doğrudan bir bağlantı oluşturması sebebiyle, sektörümüzün daha da büyümesini bir zorunluluk değilse bile büyük bir olasılık haline getirmektedir.

Fransız portföy yönetimi sektörüne ilişkin bu olumlu görünüm, büyük ölçüde sektörün küresel tasarruf piyasasından artan düzeylerde pay 'kapma' için know-how geliştirme ve bunu dışarıya vermeyi sürdürme yeteneğine de bağlıdır. Elbette bütün bunlar da bizim istikrarlı bir kurumsal çerçeveyi devam ettirecek, ekonomimizin rekabet gücünü artırmamız halinde gerçekleşebilir.

### **KY-Kurumsal yatırımcıların Fransız ekonomisi açısından önemi ve ekonomide oynadıkları rol hakkında bilgi verir misiniz?**

**AFG** - Doğrusunu söylemek gerekirse, Fransa'da en büyük kurumsal yatırımcılar, fon yönetimi şirketlerinden de öte, 2,000 milyar euroyu aşan rezerv meblağıyla toplam rezervlerin büyük bir kısmını temsil eden sigorta şirketleridir. Piyasada işlem yapan buna benzer diğer yatırımcılar arasında; emeklilik fonları ve çalışan yardım fonlarının

yanı sıra bir çeşit devlet fonu olan FRR (Fonds de Réserve pour les Retraites) ve bazı kamu çalışanlarının emeklilik fonları da sayılabilir. Kurumsal yatırımcıların rezervlerinin yaklaşık %75'ini, üçüncü şahıs portföy yönetimi şirketlerine emanet ettiğini de burada belirtmemizde fayda var.

Ekonomik açıdan bakıldığında, kurumsal yatırımcılar ellerinde tuttukları fon büyüklüğü itibariyle Fransız ekonomisinin finansmanında kilit bir kaynaktır. Hepsi birlikte, Fransa'daki ana endekslerin (CAC 40 ve SBF 120, MidCap 100...) piyasa değerinin yüzde 25-30'unu ve finans-dışı kurumların ihraç ettikleri tahvillerin (Hazine tahvilleri) yaklaşık üçte birini ellerinde tutmaktadırlar. Toplam devlet tahvillerinin de dörtte biri kurumsal yatırımcıların elindedir. Son olarak belirtmekle birlikte, diğerlerinden önemsiz olmayan bir başka işlevleri de değerli kâğıtlarının yarısını mevduat olarak bankalarda bulundurmak suretiyle bankacılık sisteminde likiditenin desteklenmesi-ne de önemli bir katkı sağlarlar.

### **KY- Fransa'da portföy yönetimi sektörü açısından kurumsal yönetimin önemi nedir? Sektörün, AFG Kurallarının yürürlüğe girmesinden**

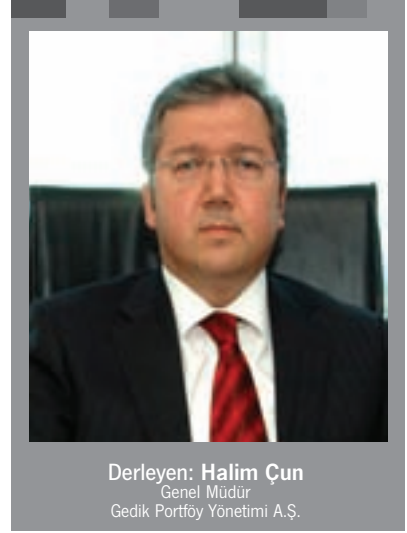
### **bu yana kurallara uyumu ve tepkisi nasıl olmuştur?**

**AFG** - AFG, portföy yönetimi şirketlerine, bunların borsaya kote ihraççılarla hissedarlık ilişkilerinde rehberlik etmek amacıyla profesyonel Kurumsal Yönetim Kuralları'nı Avrupa'da ilk yayınlayan ve geliştiren kurum olmuştur. AFG'nin ilk Kurumsal Yönetim Kuralları 1998'de yayınlanmış ve o zamandan bu yana düzenli olarak güncellenmiştir (son güncelleme tarihi Ocak 2011'dir).

AFG, portföy yöneticilerinin yatırım yaptıkları şirketlerin yaşamlarında aktif bir rol üstlenmeleri ve bu şirketleri orta ve uzun vadeli bir bakış açısıyla takip etmeleri gerektiğine inanmaktadır. AFG'nin, ihraççıların Genel Kurullarında aldıkları kararların değerlendirilmesi ve bu kararların hissedarlara faydalı olmadığı hükmüne varılması halinde, söz konusu şirketlerin uyarılmasında portföy yöneticilerine yardımcı olmak üzere Tavsiyeler Rehberi hazırlamasının sebebi budur.

AFG, işte bu AFG Kurumsal Yönetim Kuralları'na dayanarak SBF'ye kayıtlı halka açık 120 ihraççının aldığı kararların (özellikle Genel Kurul toplantılarında hissedarlarının onayına sundukları kararların) devamlı olarak izlenmesini sağlar, ve bu kararlardan bazılarının AFG Kurallarına uygun olmaması halinde portföy yönetimi şirketlerine "uyarılar" yayınlamaz. Böylece, ihraççıların hissedarlarına sundukları Kararları desteklemek veya reddetmek konusunda verecekleri kararlara yardımcı olmuş olur. Bu bağlamda, ilginç bir rakam verilebilir: Paris'teki Portföy Yönetim Şirketlerinin %88'i hissedarlar toplantılarında bir kararı kabul veya reddederken AFG tavsiyeleri veya ikazlarından faydalanıyor. Bu da derneğimizin güvenilirliğini açık bir şekilde gösteriyor.

## FON DÜNYASINDAN HABERLER



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

## Pimco'nun Total Return Fonu'nun, "Borsa Yatırım Fonu" da çıktı!

**B**orsa Yatırım Fonları (Exchange Traded Funds) sektöründe yılın en merakla beklenen halka arzı, Mart başında Pimco tarafından gerçekleştirildi. Pimco'nun yıldız fon yöneticisi ve kurucu ortağı Bill Gross'un yönettiği şirketin Amiral gemisi ve 150 milyar dolarlık büyüklüğü ile dünyanın en büyük yatırım fonu olan Total Return Fonu'nun (PTTRX) "Borsa Yatırım Fonu" şeklinde paketlenmiş yeni versiyonu Mart başında halka arz edildi.

Aktif olarak yönetilen PIMCO Total Return Exchange Traded Fund (TRXT) günlük olarak pozisyonlarını açıklamakta ve yönetim ücreti olarak yıllık %0.55 uygulamakta. Bu perakende olarak satılan Fon versiyonunun %0.85'lik yönetim ücretinin altında olmakla birlikte, kurumsal satışa konu olan PIMCO Total Return Institutional Fund'ın (PTTRX) %0.46 oranının biraz üzerinde bulunuyor.

Total Return Fonu'nu 1987 yılından bu yana yöneten Gross, 1998, 2000 ve 2007 yıllarında Morningstar tarafından yılın en iyi

sabit getirili fon yöneticisi seçilmişti. Fonun BYF versiyonu olan TRXT'de future, swap ve opsiyon gibi türev ürünlerin kullanılmayacağı ifade edildi. Fonun daha çok yine Bill Gross'un yönettiği Harbor Bond Instl Fonuna paralel yönetileceği açıklandı.

TRXT'nin pozisyonları günlük olarak açıklandığından, artık yatırımcılar Bill Gross'un makroekonomik görüşlerini gerçek zamanlı olarak izlemek olanağına kavuşacaklar. Her ne kadar iki fonun içeriklerinde



Bill Gross, CEO Pimco

bazı farklılıklar olacaksa da, gelişmiş tekniklerle her iki fonun aynı getiriye sağlaması hedefleniyor.

Dokuz aylık bir başvuru süreci sonrasında 1 Mart tarihinde satışa çıkan fon, kısa sürede 300 milyon dolarlık bir büyüklüğe ulaştı. Mart 2012 sonu itibarıyla şu anda en büyük BYF tahdında, 106.5 milyar dolarlık net aktif değer büyüklüğü ile SPDR S&P 500 (SPY) oturmaktadır.

Henüz halka arzının üzerinden bir ay geçmesine karşın karşılaştırma ölçütü olan Barclays Capital U.S. Aggregate Index'ini 219 baz puan geride bırakan TRXT (karşılaştırma ölçütünün %0.55 kaybına karşı %1.64 getiri sağladı) gelecekte umutlu. Fon yöneticileri ipotekli bonolardaki yüklü pozisyondan sağlanan bu başarının, bir çeyrek daha devam etmesi durumunda fonun hızla büyümesini bekliyorlar. Pimco, daha önce de aktif yönetilen sabit getirili enstrümanlara bağlı iki adet BYF halka arz etmişti.

Bu yıl Mart sonuna kadar halka arz edilen 82 BYF'nin 1,2 milyar dolar satış gerçekleştirdiğine bakılırsa, PIMCO'nun başarılı bir halka arz yaptığı ortaya çıkıyor.

# Avrupalı Fon Yöneticileri başarılı

Lipper tarafından yapılan yeni bir çalışma, Avrupalı fon yöneticilerinin son 20 yılda endeksleri geçme konusunda başarılı bir performans gösterdiklerini ortaya koyuyor. Zaman ve türlere göre farklılıklar ortaya çıksa da, ortalama olarak aktif fon yönetimi yapan Avrupalı hisse senedi fonlarının %40'ının karşılaştırma ölçütlerini (benchmark) geride bıraktıkları ortaya çıktı.

Aktif yönetilen fonların karşılaştırma ölçütlerine karşı başarısı birçok araştırmada sorgulanırken, bu fonlar "pasif yönetilen" fonlara karşı hem endekslerinin gerisinde kalmaları hem de aşırı işlemler nedeniyle fazla maliyet yaratmaları konularında eleştiriliyordu.

Ancak piyasalara bakıldığında, aktif yönetilen fonların piyasadaki ağırlığı çok açık olarak görülüyor. Avrupa'da aktif yönetilen fonların büyüklüğü 1,5 trilyon Euro'nun biraz altında iken Endeks Fonların büyüklüğü 168 milyon Euro ve Borsa Yatırım Fonları'nın büyüklüğü 139 milyon Euro düzeyinde bulunuyor. Bir başka deyişle, pasif yönetilen ürünler hisse senedi fonları içinde %17 gibi bir pay elde etmiş durumda.

Aktif fon yönetimi sektörünün gelişmesinde, sağduyulu fon seçimi ve profesyonel fon yönetimi danışmanlığı gibi hizmetlerin bir arada verildiği "fon sepetlerinin" (Fund of Funds) gelişmesi ile paralellik arzettiği gözden kaçmamalı. Avrupa hisse senedi fon sepetlerinin büyüklüğü de 370 milyon Euro ile pasif yönetilen ürünlerden daha fazla.

Son 20 yılı kapsayan araştırmanın en açık sonuçlarını, Aralık 2011 sonu itibarıyla aktif yönetilen hisse

ve bono fonların son 1, 3 ve 10 yıllık sonuçlarına baktığımızda görebiliyoruz. Hisse senedi fonları için "karşılaştırma ölçütünü" geçenlerin oranı 2011 yılında %26.7, son üç yılda yüzde 40 ve son 10 yılda %34.9 olarak ortaya çıkıyor. Bono fonlarında ise durum biraz daha değişik, karşılaştırma ölçütünü geçenlerin oranı son üç yılda %45.3 gibi farklı olarak yüksek iken, son 10 yılda %16.2'ye geriliyor. 2011 yılında ise hisse fonlarına yakın olarak %23.7 olarak hesaplanmış.

Lipper'ın Araştırma Müdürü Ed Moisson, söz konusu araştırmada 1992'den 2011 yılı sonuna kadar olan 20 yıllık sürenin 1,3 ve 10'ar yıllık dönemler şeklinde incelendiğini belirtiyor. Buna göre yıllık bazda değerlendirildiğinde, karşılaştırma ölçütünü geride bırakan hisse senedi fonlarının oranı %59.1 ile %26.7 (rastlantısal olarak ilk ve son yıllar) arasında değişirken, bu dönem için ortalama %42.8 düzeyinde gerçekleşmiş. Son yılın en düşük ortalamaya sahip olması, zor piyasa koşullarının bir göstergesi olarak ifade ediliyor.

Ortalama olarak fonların %42.8'i yıllık bazda karşılaştırma ölçütlerini geride bırakırken, çalışma daha anlamlı kılınmak üzere uzun vadeli performansları da kapsamına almış. Buna göre 1992-2011 arasındaki üçer yıllık dönemler değerlendirildiğinde, bu üç yıllık sürelerde karşılaştırma ölçütünü geçen fonların oranı %41.4 olarak ortaya çıkmış Aynı şekilde 10'ar yıllık ardışık süreler değerlendirildiğinde ise, yine başarılı fonların oranı %39.7 olarak hesaplanmış. Genel olarak süre uzunluğuna paralel



Lipper'in Araştırma Müdürü Ed Moisson



biraz gerileme olsa da, fonların başarı performansı %40'lar düzeyinde istikrarlı bir seyir izliyor.

Ancak söz konusu performans, tüm fon kategorilerinde aynı oranları işaret etmiyor. Örneğin sabit getirili fonlar kategorisinde, 10 yıllık dönemlerde karşılaştırma ölçütünü geçen fonların oranı %17.4'e geriliyor.

Ed Moisson, sonuç olarak yaptığı değerlendirmede, bu çalışmanın aktif ve pasif yönetim tarzları arasında yıllardan beri sürmekte olan tartışmaya bir son söz söyleme iddiasında olmamakla birlikte, Avrupa'daki fon yöneticilerinin performanslarına ilişkin kapsamlı bir çalışma olduğunun altını çiziyor. Sonuç olarak, genelde aktif yöneticilerin %40 oranında karşılaştırma ölçütlerini geride bırakmakla birlikte, yıllara göre (%30-60) ve bölgelere göre (%20-50) arasında farklılıklar ortaya çıkabiliyor.



## Hedge Fonlar artıda, ancak yeterli değil

2012 yılının ilk çeyreğinde Hedge Fonların yatırımcılarına para kazandırmakla birlikte, pek öyle göz kamaştırıcı bir performans sergilemedikleri ortaya çıktı. Nisan başında açıklanan Bank of America Merrill Lynch'in hedge fon endeksine göre, yılın ilk çeyreğinde söz konusu fonlar %2.30 kazandırdı. Bu hem S&P 500'ün %12'lik performansının, hem de ortalama hisse senedi yatırım fonlarının %12'lik getirilerinin oldukça gerisinde kaldı.

Merrill Lynch'in analistlerine göre, hedge fonların çoğunluğu olumlu ekonomik verilerle ciddi yükselişler kaydeden son ralliye katılmakta geç kaldılar. Hisse senedi pozisyonu taşıyan fonların ortalama %35 uzun pozisyonda olduğu belirtilirken, bunun tarihsel ortalama olan %35-

40'ın bile altında kaldığı vurgulanıyor. Hedge fonlar getirilerini diğer yatırım fonları gibi kamuya açıklamak zorunda olmadıklarından, iki trilyon dolarlık endüstrinin performansını merak edenler için bu tür açıklamalar çok yakından izleniyor. Hedge Fund Research gibi diğer kuruluşların da yakın zamanda sektöre ilişkin ilk çeyrek verilerini açıklamaları bekleniyor. Bu arada başarılı performans gösteren bazı hedge fonlar "varlıklı yatırımcılarına" bilgi vermeye başladılar. Örneğin, David Einhorn'un Greenlight Capital ilk çeyrekte %6.9'luk bir performans gösterdiğini açıkladı, geçen yıl ciddi zarar yazan Whitney Tilson ise bu yıl ilk çeyrekte %23.8 ve Mart ayında Moda şirketi dEliA, JP Morgan ve emlak şirketi Howard Hughes Corp'a yapılan yatırımlarla %10.8



Whitney Tilson

kazandığını yatırımcılarına duyurdu. Yılın ilk çeyreğinde genel olarak şirket birleşme ve satınalmalarına yoğunlaşan hedge fonlar %6.9 gibi yüksek getiri sağlarken, uluslararası döviz, faiz ve hisse senetlerine yatırım yapan "global macro" kategorisindeki fonlar %1.05 kaybettiler.

## DWS Investments satılıyor mu?

Deutsche Bank'ın Mart ayında SEC'e verdiği kamuoyu aydınlatma bilgisinde, uzun zamandır alıcı aradığı varlık yönetimi şirketi DWS Investment'a nihayet bir talip bulunduğu anlaşıldı. Kamuoyu bilgilendirmesinde, içinde 46 milyar dolarlık ABD fon yönetimi birimi de olmak üzere, 535 milyar dolarlık aktiflerin satış pazarlığı için New York merkezli Guggenheim Partners şirketi ile masaya oturulduğunu açıkladı. Söz konusu varlıkları satın isteği yaklaşık dört ay önce açıklanmıştı ancak şu ana kadar resmi bir açıklama yapılmamıştı. Resmi bir açıklama olmamakla birlikte, Financial Times kaynaklı spekülasyonlarda varlıkların 2 ile 2.7 milyar dolar arası bir fiyatla devredilebileceği ileri sürülmekteydi.

1990'ların sonu ve 2000'lerin başında birtakım satın almalar ile yeniden yapılanma sürecine giren DWS, yüksek personel değişim oranı ve düşük fon performansları ile istikrarlı bir yapıya kavuşamadığı gibi; Boston, New York, Louisville, Kentucky ve Frankfurt gibi

merkezleri biraraya getirebilecek ortak bir kültür de oluşturamamıştı. Söz konusu anlaşmanın DWS'nin problemlerini ne düzeyde halledeceği ve hissedarlarına ne kazandıracığı henüz belirsiz. Şirket son zamanlarda büyük çaplı küresel fonlarının yönetimini Frankfurt'taki merkeze kaydırmıştı. Ayrıca Deutsche Bank'ın daha önce yaptığı açıklamalarda Asya ve Avrupa'daki özel servet yönetimi bölümlerini elde tutmak istedikleri ifade edilmişti. Her durumda, yapılacak bir anlaşma Guggenheim'in geleceği için çok önemli olacak. Yaklaşık 10 yıl kadar önce Guggenheim ailesinin servetini yönetmek için kurulan firma, şimdi kendini farklı alanlarda iddialı bir finans şirketine dönüştürme hamlesi içinde görünüyor. 2009 yılında Clymore adlı Borsa Yatırım Fonu ve yatırım ortaklığı yöneticisi şirketi satın alan Guggenheim, altı ay önce de RydexSGI adlı fon ve Borsa Yatırım Fonu şirketini satın almıştı. Bu küçük hamlelerin yanı sıra, eğer DWS ile anlaşmayı imzalay-



Josef Ackerman, CEO DWS

bilirse Guggenheim mevcut 125 milyar dolarlık yönetilen varlık büyüklüğünü beş kat daha büyütecek! Söz konusu anlaşmanın Nisan ayı içinde sonuçlandırılması sonrasında, Mayıs ayında Grubun CEO'su Josef Ackerman'ın ayrılması ile yeni bir yapılandırma girişimi olacağı söyleniyor. DWS'nin 1500'ü aşan çalışanı ve 400 milyar Euro üzerindeki yönetilen varlıkları ile nasıl bir hamle içinde olacağı merak ediliyor. Deutsche'nin satış planı içinde DWS America, Amerika'daki yatırım fonu yönetimi, küresel sigorta varlık yönetimi ve küresel alternatif varlık yönetimi gibi farklı alanlar bulunmakta.

# Para Piyasası Fonlarında Reform tartışmaları

Para piyasası fonları (Money Market Funds) gibi katılma payı sahiplerine günlük likidite sağlama amacı olan ve geleneksel olarak en güvenli ve istikrarlı fon türü olarak bilinen fonlar, son birkaç yılı gerçekten oldukça sıkıntılı geçirdi. 2008 yılında Reserve Primary Fund adlı para piyasası fonunun zarar ederek, "nominalin altına" gerilemesi ile sektörde ortaya çıkan güven bunalımını yeniden tesis etmek için başlayan tartışmalar hala devam ediyor.

Bilindiği gibi ABD para piyasası fonları da diğer fonlar gibi Sermaye Piyasası Kurulu (SEC)'nin 1940 tarihli Investment Company Act çerçevesinde oldukça detaylı olarak düzenlenmektedir. ABD para piyasası fonları en yüksek ratingli bonolara vadesi 13 ayı aşmamak üzere yatırım yapabiliyor ve fonun ortalama ağırlıklı vadesinin 60 günü aşmaması gerekiyor. Ayrıca, kamu bonoları ve O/N dışında bir kuruluşun borçlanma kağıtlarına fonda %5'den fazla pozisyon açılmıyor.

Para piyasası fonlarını diğer fonlardan ayıran önemli bir özellik, bir doların altına düşmesine ve zarar yazmasına izin verilmemesi. Para piyasası fonlarında değer kaybına izin verilmediği için fon bir doların altına düşmüyor; Net Aktif Değerin bir doların altına düşmesi durumu "broke the buck" olarak adlandırılıyor ve bu olay 2008'e kadar Likit fonların 37 yıllık tarihinde yalnızca üç kez olmuştu. Öncekiler pek fazla önemsenmese de, 2008 yılında Lehman'ın batmasıyla tetiklenen, sektörün en eskilerinden biri olan 65 milyar dolarlık Reserve Primary Fund'ın bir doların altına düşerek 0.97 cente kadar gerilemesi, sektörde adeta "şok" etkisi yapmış ve ABD Hazinesi'nin de müdahalesi ve garantisi ile çözüme kavuşturulan ciddi bir kriz yaratmıştı. Söz konusu çözüm ve garanti ile yatırımcılar 99



centlerini geri alabildiler.

Aslında 2010 yılında yapılan düzenlemeler ile para piyasası fonları için ek önlemler getirildi. Daha önce 90 gün olan ortalama vade 60 güne çekildi, varlıkların minimum %10'unun nakit ya da O/N gibi günlük vadede tutulması öngörüldü. Diğer %30 kısmın da azami 60 gün vadeli yatırım araçlarında tutulması zorunlu kılındı. Ayrıca, tüm pozisyonlar ayda bir web sitesinde açıklanmaya başladı. Para piyasası fonlarının bu düzenlemeler sonrasında daha dikkatli oldukları gözlemleniyor; örneğin Fitch Ratings'in bir çalışmasına göre, Avrupa krizinin başgöstermesi ile 10 büyük ABD Likit Fonu Mayıs-Eylül 2011 döneminde Avrupa pozisyonlarını %37 oranında azaltırken, Avustralya, Japonya ve Kanada gibi ülkelere yönelmişler.

Mevcut durumda para piyasası fonları eskisine göre daha güvenli olsa da, yine de 100 yılda bir olabilecek olaylara karşı alınabilecek önlemler konusunda üç farklı düşünce akımı tartışılmakta. Birincisine göre bir dolarlık NAD (net aktif değeri) düzenlemesi, yanlış bir güvenlik duygusu uyandırıyor ve yatırımcılar panik ortamlarında fon paylarını satmaları durumunda fazladan oynaklık

ve risk yaratıyor. Bu nedenle para piyasası fonlarının da (tüm diğer fonlarda olduğu gibi) piyasa fiyatları ile değerlendirilmesi öneriliyor.

İkinci görüşe göre ise, para piyasası fonları belli bir sermaye karşılığı tutabilirler veya düşen piyasalarda NAD farklılığını kapatabilmek için pay iadelerini sınırlandırabilirler. Doğal olarak tüm bu önlemler maliyetli olacağı için düşük getiriler şeklinde yatırımcılara yansımaları önlenemez.

Üçüncü görüşe göre, 2010 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SEC) yatırımcıları ve sektörü koruma amacıyla yaptığı likidite gereksinimi, ortalama vade ve bono kalitesine getirilen standartlarla yeterince düzenleme yapıldığı için ek önlemlere gerek duyulmuyor.

Burada SEC'in son bir düzenlemesini de hatırlatmak gerekir. Ocak 2011 tarihinden itibaren SEC tüm fonların aylık olarak en fazla 60 gün gecikme ile "Gölge NAD"lerinin (shadow NAV) web sitelerinde açıklanmasını zorunlu kılmıştı. Daha fazla şeffaflık amacıyla yapılan bu bildirim ile para piyasası sahipleri piyasa fiyatları konusunda da fikir sahibi olabiliyorlar. Mevcut durumda para piyasası fonları, SEC'in düzenlemeleri uyarınca elde tutulan sabit getirili varlıkları iç iskonto oranları ile fiyatlıyorlar.

YATIRIM FONLARI SEKTÖRÜNE KAYNAK KİTAP:

# “Yatırım Fonları ve Kurumsal Yönetim”

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Başuzmanı Taliye Yeşilürdü'nün Türkiye'de kurulu yatırım fonlarını yönetim ve organizasyon perspektifinden inceleyen akademik çalışması “Yatırım Fonları ve Kurumsal Yönetim”, Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin katkılarıyla Scala Yayıncılık'tan çıktı.

Taliye Yeşilürdü'nün Türk yatırım fonu sektörünün sıkışıp kaldığı GSMH'nin %2-3'leri büyüklüğünden kuantum sıçraması yapmasına ve Avrupa Birliği'ne uyum çerçevesinde yapısal dönüşümünü gerçekleştirmesine katkı sağlamayı amaçladığı bu çalışması, alanında önemli bir boşluğu dolduran kaynak kitap özelliği taşıyor.

Yıllardır bu alanda sürdürdüğü incelemelerle tanınan Yeşilürdü'nün Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yönetim ve Organizasyon (İng.) Bölümü'nde gerçekleştirdiği bu akademik çalışma, yatırım fonlarını geniş bir perspektiften mercek altına alıyor. Çalışma aynı zamanda, Mart 2012 itibariyle kamuoyunun görüşüne açılan ve konuyla ilgili köklü değişiklikler içeren yeni Sermaye Piyasası Kanunu'na ve gelecekte yapılması planlanan düzenleme değişikliklerine ilişkin bilgileri de kapsıyor. Yeşilürdü, yatırım fonlarının yönetim kurulu niteliğindeki fon kurulu üyelerinin rollerini, Avrupa Birliği düzenlemelerine uyum çerçevesinde yapılacak organizasyonel değişime ilişkin tutumlarını, yatırımcıların fon seçimlerindeki tercih kriterlerini ve yatırım fonu organizasyonlarındaki kurumsal yönetim uygulamalarını hem bir akademisyen, hem de bir uygulayıcı gözüyle irdeliyor. Ayrıca, yatırım fonu organizasyonlarında kurumsal yönetim uygulamalarıyla ilgili soruların da yer aldığı bölüm, Türkiye'de bu konuda gerçekleştirilen ilk anket niteliğini taşıyor.



Ayrıca, yatırımcıların fon seçimlerindeki tercih kriterlerine ilişkin anket sonuçları, yatırım fonu sektöründe “yatırımcı güveninin” sağlanması konusunun önemini bir kez daha vurguluyor.

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin Başkanı Gür Çağdaş da, kitaba yazdığı sunuş yazısında küresel ekonomik kriz sonrasında tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de “yatırımcı güveni”nin oluşturulmasının büyük önem kazandığına işaret ediyor.

Yatırımcıların kendi menfaatleri ile yatırım yaptıkları kurumların menfaatleri arasında bir denge gözetileceğinden ve bu denge içinde kendi menfaatlerinin ön planda tutulacağından emin olmak istediklerini vurgulayan Gür Çağdaş şöyle devam ediyor: “Bu dengeyi sağlanmasında önemli bir araç olarak sunulan kurumsal yönetim ilke ve uygulamalarını, yalnızca borsa şirketlerinin değil finansal sistem içinde yer alan tüm kurumların özümsemesi ve yönetim anlayışlarına yansıtması büyük önem taşıyor.”

Çağdaş'a göre, “Yatırımcı güveninin artırılması konusunda önemli katkılar sağlayacağını düşündüğümüz ve 2012 yılı içerisinde yasalaşması beklenen yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile, yatırım fonu sektöründe rekabeti ve hizmet kalitesini arttıracak, yönetilen portföylerin büyümesine ivme kazandıracak yapısal dönüşümün önu açılıyor.”

Taliye Yeşilürdü 1995 yılında uzman yardımcısı olarak göreve başladığı Sermaye Piyasası Kurulu'nda Denetleme, Ortaklıklar Finansmanı ve Kurumsal Yatırımcılar Dairelerinde uzman olarak görev yaptı. Halen Sermaye Piyasası Kurulu - Avrupa Birliği Grubu'nda (İstanbul) Başuzman olarak çalışıyor.

Yeşilürdü, Almanya ile yürütülen Sermaye Piyasası Mevzuatının Avrupa Birliği Mevzuatı ile uyumlaştırılması konulu Eşleştirme Projesinde çeşitli gruplarda çalıştı, yatırım fonları ile kurucu yönetim şirketlerine yönelik çalışma grubunda önemli rol üstlendi (2006-2007). Ayrıca, serbest yatırım fonlarına (hedge funds) ilişkin raporları bulunmakta olup, bu fonlara ilişkin Türkiye'deki düzenleme çalışmalarını yürüttü.

1994 yılında Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme (İng.)

Bölümünden mezun olan Yeşilürdü, 2002-2003 yılları arasında University of Pennsylvania Wharton Business School'da finans sertifikası programını tamamladı. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,

Yönetim ve Organizasyon (İng.) Yüksek Lisans Programı'ndan

“Avrupa Birliği'ne Uyum Düzenlemeleri Çerçevesinde

Dönüşüm Sürecindeki Kolektif Portföy Yönetimi (Yatırım Fonları) Sektörünün Kurumsal Yönetim ve Organizasyon Yapısı

Açısından İncelenmesi” adlı tezi ile Aralık 2011 tarihinde mezun oldu.



## Yatırım efsanesi John Templeton'ın tarzı

Ünlü fon yöneticisi Sir John Templeton, dünyanın en önde gelen yatırımcılarından biri olarak kabul edilir. "Templeton'ın Para ile Tarzı: Efsanevi Bir Yatırımcının Felsefesi ve Stratejisi" (Templeton's Way with Money: Strategies and Philosophy of a Legendary Investor) bu güçlü yatırımcının başarısının nereden kaynaklandığını, 21. yüzyıla damgasını vuran bu yatırımcının, uzun ve başarılı yaşamı boyunca uyguladığı ve bugün bile geçerli olan yöntemlerini anlatıyor. İki yatırım uzmanı Alasdair Nairn (kendisi 10 yıl Sir Templeton ile birlikte çalışmıştır) ve Jonathan Davis tarafından kaleme alınan kitapta, daha önce yayımlanmayan dokümanların yanı sıra John Templeton'ın basit ancak etkili yatırım felsefesi detaylı bir biçimde inceleniyor.

Templeton'ın yatırım felsefesi, kitapta şu ana başlıklarla inceleniyor:

- Daha önce yayımlanmamış bir dizi doküman temel alınarak, yeni ve detaylı bir yeniden değerlendirme... Burada Templeton'ın yatırım kariyerinin iki aşamasında -ilkinde yatırım danışmanı olarak,

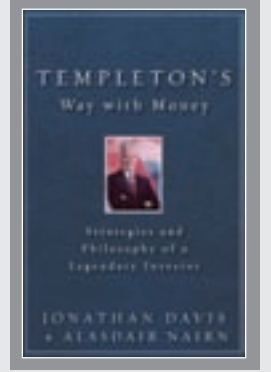
ikinci aşama ise döneminin en büyük küresel yatırım danışmanı olarak uyguladığı stratejiler yer alıyor.

- Templeton Growth Fund'ın performansının detaylı ve özgün incelemesi... Templeton'ın ortalama riskin altındaki yatırımlarla ortalama getirinin üzerinde performansı ile Yatırımın Kutsal Kasesi'ni almayı nasıl başardığı...

- Templeton ile çalışma deneyimine sahip olmuş eski iş arkadaşlarının birinci elden izlenimleri... Bunların arasında yazar Alasdair Nairn'in 10 yıllık çalışma deneyimi ve yatırım yönetimi organizasyonuna katkıları da yer alıyor.

- Templeton'a ait özel araştırmalar...

Kitabın yazarlarından Jonathan Davis, uzman finans yayıncısı Independent Investor'ın kurucusu ve başkanı. The Times, The Economist ve The Independent'ta çalışmış bir gazeteci ve halen Financial Times'da gazetecilik yapıyor. Alasdair Nairn ise 25 yıldır hisse senedi portföyü yönetiyor. Templeton'ın prensipleriyle 14 milyar dolarlık bir portföyü yöneten fon yönetim firması Edinburgh Partners'in kurucusu ve CEO'su.



**Templeton's Way with Money: Strategies and Philosophy of a Legendary Investor**

**Alasdair Nairn ve Jonathan Davis**

John Wiley&Sons

Mart 2012, 272 sayfa.

## Kamu yararı için yeni bir finans sektörü

Finans endüstrisinin saygınlığı 2008 finansal krizinin ardındaki günlerde bugüne oranla çok kötüydü. The New York Times'ın çok satanlar

listesindeki ekonomistlerden Robert J. Shiller, finansın günahlarının savunucusu değil ancak finans sektörünü mahkum etmekten, bu sektörü kamu yararı adına ıslah etmeyi savunuyor.

Shiller bunu, hem 2000'deki borsa köpüğünü hem de subprime mortgage erimesine yol açan gayrimenkul köpüğünü tahmin eden tek kişi olarak söylüyor. Shiller zamanlaması harika ve önemli kitabında, finans sektörünü yeniden tanıfamızı sağlıyor, onun toplumun paraziti olmaktan öte ortak sorunlarımızı çözmekte ve genel refahın artmasında en güçlü araçlardan biri olduğunu vurguluyor. Finans endüstrisinde daha fazla yeniliğe ihtiyacımız olduğunu ve toplumun hedeflerine ulaşmasına yardımcı olmada finansın daha büyük bir rol oynayabileceğini savunuyor.

Yale Üniversitesi profesörü Shiller'in "Finans ve Kamu Yararı" (Finance and Good Society) adlı kitabı, finans sektörünün dünyayı genellikle daha yaşanabilir bir yer yaptığını ve yapması gerektiğini anlatıyor.

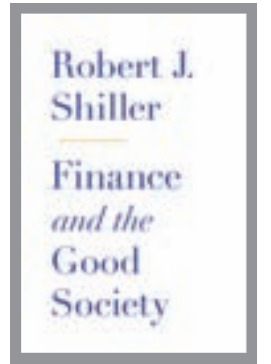
The Economist dergisinde kitapla ilgili olarak yer

alan bir yazıda, "Finans ve Kamu Yararı'nın" çok edici olduğu kadar muhalif bir kitap olduğu, çünkü yazarı Shiller'in ne kafasını kuma gömen bir kapitalist, ne de yüksek ücretli Wall Street esnafı olduğu vurgulanıyor. Çünkü kendisinin 30 yıldan bu yana menkul değerler piyasasındaki yeniliklerin çoğunu eleştiren bir kişi olduğu anımsatılıyor.

The Economist, Shiller'in iki krizi de ilk tahmin edenlerden biri olduğunu ve hatta eski FED Başkanı Alan Greenspan'ın 2006'daki bir konuşmasından hisse senedi fiyatlarına yönelik olarak "irrational exuberance" (mantıksız yükseliş) tabirini fark eden ilk ekonomistlerden olduğunu ifade ediyor.

Adam Smith'ten Karl Marks ve Friedrich Nietzsche'ye kadar örneklerle kamu yararının verimli bir finans sektörüne ihtiyaç duyduğunu anlatan Shiller, birçok insanın daha iyi bir hayata kavuşması için sektörü batırmak yerine finansal yeniliklerle desteklemek gerektiğini savunuyor.

Shiller kitabın bir bölümünde reform konusunda kendi önerilerini özetliyor. Korkuların finansal yenilikleri budadığını ve politik iklimin, finansal kapitalizmin tüm vatandaşların refahının artmasına yönelik bir yola çevrilmesine mani olabileceğini de ifade ediyor.



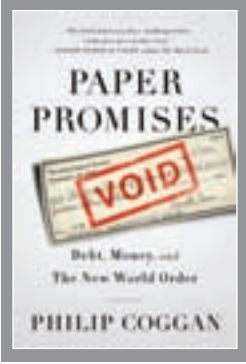
**Finance and Good Society**

**Robert J. Shiller**

Princeton University Press

Mart 2012, 304 sayfa.

## Borç alanlar her zaman kaybeder



**Paper Promises: Debt, Money, and the New World Order**

**Philip Coggan**

Public Affairs

Şubat 2012, 304 sayfa.

**S**on 40 yıldır Batılı ülkeler borç ile savurganlık yaptılar. Borçların ödenememesiyle gerçek su üstüne çıktı ve herkes kendini krizin içinde buldu. The Economist dergisinin finans yazarlarından Philip Coggan "Kağıttan Vaadler: Borç, Para ve Yeni Dünya Düzeni", (Paper Promises: Debt, Money, and the New World Order) adlı kitabında oldukça karamsar bir tablo çiziyor ve muazzam bir kriz yaşandığını, bunun gelecek 10 ya da 20 yıl içinde çok önemli politik sonuçlarının olacağını ve krizi herkesin hissettiğini ve hissetmeye devam edeceğini ifade ediyor.

1930 ya da 1970'lerdeki krizlerde hükümetler düşerken, para birimleri değer kaybetti. İngiltere 19. yüzyılda uluslararası sistemin kurallarını koydu, aynı işi ABD 20. yüzyılda yaptı. Yeni sistemi ise günümüzün borç verenleri Çin ve Ortadoğu'nun oluşturması kaçınılmaz görünüyor. Mevcut ekonomik krizin tarihine iyi ve duyarlı bir giriş olarak yorumlanan Kağıttan Vaadler'de Philip Coggan, halen yaşadığımız karışıklığın temelleri-

ni anlamamıza yardımcı oluyor. Coggan, ayrıca yeni küresel ekonominin bundan nasıl etkileneceğini, insanoğlunun borca karşı tutumunun tarihin akışını nasıl etkilediğini anlatıyor.

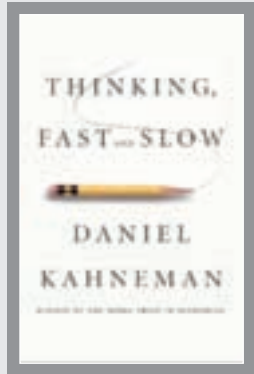
Financial Times bu kitabın çok ciddiye alınması gerektiğini vurguluyor.

The Times gazetesi ise, mevcut ekonomik fırtına hakkında akıllı ve esprili analizlerin, paranın tarihi bağlamında işlendiğini belirtiyor.

Politics and Policy adlı akademik dergide kitap hakkında yazan John Gent, kitabın son kriz hakkında yayınlanan kitaplar arasında parladığını ve "kesinlikle okunmalı" denilecek sayılı kitaptan biri olduğunu kaydediyor. Gent, yazar Coggan'ın ekonomi tarihinin borç verenlerle borç alanlar arasında asla sona ermeyecek bir savaş olduğu, tarihsel olarak borç alanların sonunda her zaman kaybettiği tezini desteklediğini de vurguluyor.

Philip Coggan, son dönemi yatırım editörü olarak 20 yıl Financial Times'ta çalıştıktan sonra The Economist'e geçti ve burada Buttonwood köşesinin yazarı oldu.

## Yavaş düşünün, bilinçli ve mantıklı karar verin



**Thinking, Fast and Slow**  
**Daniel Kahneman**

Farrar, Straus and Giroux

Ekim 2011, 512 sayfa.

**B**u kitap Nobel ekonomi ödüllü psikoloji profesörü Daniel Kahneman'ın son çalışması. The New York Times Book Review tarafından 2011'in en iyi kitaplarından biri seçildi. Bununla bitmedi; The Economist, The Wall Street Journal ve Globe and Mail de 2011 yılının en iyi kitaplarından biri olarak seçti.

"Düşünmek, Hızlı ve Yavaş", (Thinking, Fast and Slow) insanın düşünmesinde iki sistemi anlatıyor; hızlı ve yavaş. 1. sistem hızlı, sezgi yoluyla anlaşılabilir (insiyaki) ve duygusal; 2. sistem ise, daha yavaş, daha bilinçli ve daha mantıklı. Bu sistemlerin şirket stratejilerinde, yatırım dünyasında karar vermekte ve günlük hayatta nasıl çalıştığını inceleyen Kahneman, yargılarımızın ve kararlarımızın oluşmasında bu iki sistemin birlikte nasıl çalıştığını anlamamıza aracı oluyor. Kısacası tepkilerimizin, kanaat oluşturmamızın, insanlar hakkında yargıya varmanın, seçimlerimizin ve sonuca varmanın psikolojik temellerini derinlemesine öğrenmek istiyorsanız, bu kitabı okumak gerekiyor. CBS News'tan Larry Swedroe'nin dediği gibi, insan davranışı ve yatırım arasındaki ilişki ve mantıklı karar süreci ile

ilgilenen herkesin okuması gereken bir kitap.

The New York Times Book Review, fazlasıyla zengin içerikli bu kitabın aynı zamanda psikoloji konusunda eğlenceli bir kaynak olduğunu vurguluyor. The New York Review of Books'tan Freeman Dyson ise, "Bu kitap ile kişiliklerimizin pratik taraflarını keyifli bir şekilde anlamamıza yardımcı olduğu için Kahneman'a teşekkür etmeliyiz" diyor.

Princeton Üniversitesi profesörü Daniel Kahneman "psikolojik araştırmalarda ortaya çıkan bulguların ekonomi bilimine entegrasyonu ve belirsizlik karşısında karar verme" çalışmalarını ile 2002 Nobel Ekonomi Ödülüne layık görülmüştü. Kahneman'ın 30 yılı aşkın sürede geliştirdiği, sayısız makale ve altı kitaba sığdırdığı çalışmalarının, ekonomistlerin geleneksel düşünce biçimine yeni bir boyut kattığı ve insanın belirsizlik ve risk karşısında, sistematik olarak ve rasyonel modellerle bağdaşmayan biçimde davranabildiğini kanıtlandığı belirtiliyor. Bu doğrultuda geliştirdiği yeni "refah teorisi", klasik teoriye alternatifler geliştirilmesi için uygun bir zemin hazırlıyor.

# UCITS Pazarında Trendler

## Net satışlar

### 2011 4. çeyrek

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) 2011 yılı son çeyrek verilerine göre, UCITS fonlarında bu çeyrekte net para çıkışı 50 milyar Euro ile üçüncü çeyrekte gerçekleşen 83 milyar Euro çıkışa göre geriledi. İkinci ve ilk çeyreklerde ise sırasıyla 18 milyar Euro ve 27 milyar Euro net para girişi gerçekleşmişti.

2011 yılı son çeyreğinde para piyasası fonlarında 2010 yılı üçüncü çeyreğinden bu yana ilk defa para girişi (11 milyar Euro) görülmüştür. Para piyasası fonları dışındaki tüm fonlarda ise para çıkışı yaşanmıştır. En fazla para çıkışı 61 milyar Euro ile uzun vadeli fonlarda gerçekleşmiştir. Bu fonları 29 milyar Euro ile hisse fonlar, 11 milyar Euro ile bono fonları ve 9 milyar Euro ile dengeli/karma fonlar takip etmektedir.

Son çeyrekte sadece beş ülkede UCITS fonlarına net para girişi yaşandı. İrlanda'da 26 milyar Euro net para girişi olurken, bu ülkeyi İsveç, Danimarka, İngiltere ve Bulgaristan izledi. Açıklanan verilere göre, ülkeler bazında 10 milyar Euro üzerinde net para çıkışı olan ülkeler ise sırasıyla; Fransa (31

milyar Euro), Lüksemburg (15 milyar Euro) ve İtalya (12 milyar Euro)'dur.

### 2011 yılı verileri

2011 yılı toplamında ise UCITS fonlarında 88 milyar Euro net para çıkışı görülmektedir. Aynı dönemde hisse fonlarında 59 milyar Euro, uzun vadeli fonlarda 56 milyar Euro, para piyasası fonlarında 33 milyar Euro, bono fonlarında 16 milyar Euro para çıkışı olurken dengeli/karma fonlara 19 milyar Euro net para girişi gerçekleşmiştir.

2011 yılı içerisinde ise, İrlanda (62 milyar Euro), İngiltere (13 milyar Euro), İsviçre (6 milyar Euro), İsveç (4 milyar Euro), Norveç (3 milyar Euro), Danimarka (2 milyar Euro), Romanya (0,2 milyar Euro) ve Bulgaristan (6 milyon Euro) olmak üzere toplam sekiz ülke net para girişi açıklamıştır. Aynı dönemde beş milyar Euro üzerinde net para çıkışı açıklayan altı ülke ise sırasıyla; Fransa (91 milyar Euro), İtalya (30 milyar Euro), Lüksemburg (24 milyar Euro), İspanya (8 milyar Euro), Hollanda (7 milyar Euro) ve Avusturya (6 milyar Euro)'dur.

## Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

2011 yılının son çeyreğinde, en fazla yükseliş bono fonlarında görülmüştür. Bono fonların net aktif değeri %8,8'lik artışla 1,511 milyar Euro seviyesine yükseldi. Bono fonlarını %5,8'lik artışla hisse fonları (1,853 milyar Euro) ve %1,8'lik artışla dengeli/karma fonlar (905 milyar Euro) takip etmiştir. Aynı dönemde para piyasası fonları %6,2, fon sepeti fonları da %5,6 oranında gerileyerek sırasıyla

1,054 milyar Euro ve 56 milyar Euro seviyelerine gerilemişlerdir.

2011 yılı içerisinde ise en fazla düşüş %44,5 ile fon sepeti fonlarında görülmüştür. Bu fonları %13,8 ile hisse fonlar, %10 ile para piyasası fonları, %6,9 ile diğer fonlar ve %1,7 ile dengeli/karma fonlar takip etmektedir. Bono fonları ise %8,4 oranında yükseliş kaydetmiştir.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı						
UCITS türleri	30/12/2011		31/09/2011 göre değişim		31/12/2010 göre değişim	
	EUR m	Pay	EUR m	Pay <sup>(1)</sup>	EUR m	Pay <sup>(2)</sup>
Hisse	1,853	33%	101	5.8%	-296	-13.8%
Dengeli	905	16%	16	1.8%	-15	-1.7%
Toplam Hisse ve Dengeli	2,758	49%	117	4.4%	-311	-10.1%
Tahvil	1,511	27%	122	8.8%	117	8.4%
Para Piyasası	1,054	19%	-70	-6.2%	-117	-10.0%
Fonların Fonu <sup>(3)</sup>	56	1%	-3	-5.6%	-45	-44.5%
Diğer	256	5%	-6	-2.2%	-19	-6.9%
<b>TOPLAM</b>	<b>5,634</b>	<b>100%</b>	<b>159</b>	<b>2.9%</b>	<b>-374</b>	<b>-6.2%</b>
(Garantili Fonlar)	182	3%	-6	-3.0%	-8	-4.0%

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



## Net Varlık Değerleri

EFAMA'nın yayınladığı 2011 yılı son çeyrek istatistiklerine göre, Avrupa Yatırım Fonları Sektörü'nde yatırım fonları büyüklüğü yaklaşık %3,2 oranında artarak 7,67 trilyon Euro'dan 7,92 trilyon Euro'ya yükselmiştir. Buna göre, net aktif değer UCITS'lerde önceki çeyreğe göre %2,9 artışla 5,47 trilyon Euro'dan 5,63 trilyon Euro'ya, non-UCITS'ler de %4.0 artışla 2,20 trilyon Euro'dan 2,29 trilyon Euro'ya yükselmiştir.

2011 sonu itibarıyla, toplam yatırımlar içerisinde UCITS'lerin payı 5,63 trilyon Euro ile %71 seviyesinde,

non-UCITS'lerin payı da 2,29 trilyon Euro ile %29 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2011 yılı içerisinde yatırım fonları büyüklüğü yaklaşık %2,8 oranında gerilemiştir. Net aktif değer UCITS'lerde %6,2 azalırken, non-UCITS'lerde %6,8 oranında artış göstermiştir. Non-UCITS'lerdeki artış özel fonlar ve gayrimenkul yatırım fonlarının net aktif değerlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Aynı dönemde UCITS fon sayısı 36,147, non-UCITS fon sayısı ise 18,218 olarak gerçekleşmiştir.

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

Üye Ülkeler	30/12/2011		30/09/2011		31/12/2010	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim <sup>(1)</sup>	EUR m	% değişim <sup>(2)</sup>
Avusturya	137,487	1.7 %	139,182	-1.2 %	147,245	-6.6 %
Belçika <sup>(3)</sup>	85,043	1.1 %	85,043	NA	97,229	-12.5 %
Bulgaristan	228	0.0 %	228	0.3 %	229	-0.4 %
Çek Cumhuriyeti	4,198	0.1 %	4,456	-5.8 %	4,883	-14.0 %
Danimarka	139,007	1.8 %	131,695	5.6 %	135,442	2.6 %
Finlandiya	55,387	0.7 %	54,107	2.4 %	61,506	-9.9 %
Fransa	1,380,953	17.4 %	1,383,895	-0.2 %	1,502,680	-8.1 %
Almanya	1,133,874	14.3 %	1,104,292	2.7 %	1,125,277	0.8 %
Yunanistan	6,304	0.1 %	7,075	-10.9 %	9,128	-30.9 %
Macaristan	9,037	0.1 %	11,887	-24.0 %	13,002	-30.5 %
İrlanda	1,055,268	13.3 %	970,574	8.7 %	962,503	9.6 %
İtalya	193,296	2.4 %	204,589	-5.5 %	239,210	-19.2 %
Lihtenştayn	29,979	0.4 %	30,188	-0.7 %	29,478	1.7 %
Lüksemburg	2,096,512	26.5 %	2,032,077	3.2 %	2,198,988	-4.7 %
Malta	8,165	0.1 %	8,009	1.9 %	7,972	2.4 %
Hollanda	64,515	0.8 %	70,725	-8.8 %	78,066	-17.4 %
Norveç	61,828	0.8 %	59,614	3.7 %	63,847	-3.2 %
Polonya	25,325	0.3 %	24,181	4.7 %	28,414	-10.9 %
Portekiz	22,102	0.3 %	22,309	-0.9 %	25,730	-14.1 %
Romanya <sup>(4)</sup>	3,382	0.0 %	3,417	-1.0 %	2,961	14.2 %
Slovakya	3,201	0.0 %	3,358	-4.7 %	3,763	-14.9 %
Slovenya	1,790	0.0 %	1,752	2.2 %	2,272	-21.2 %
İspanya	156,412	2.0 %	159,704	-2.1 %	170,624	-8.3 %
İsveç	150,434	1.9 %	137,927	9.1 %	166,089	-9.4 %
İsviçre	272,541	3.4 %	262,072	4.0 %	260,979	4.4 %
Türkiye	19,068	0.2 %	18,216	4.7 %	18,750	1.7 %
İngiltere	805,110	10.2 %	745,064	8.1 %	793,957	1.4 %
<b>Tüm fonlar</b>	<b>7,920,446</b>	<b>100.0%</b>	<b>7,675,637</b>	<b>3.2%</b>	<b>8,150,223</b>	<b>-2.8%</b>
<b>UCITS varlıkları</b>	<b>5,634,313</b>	<b>71.1%</b>	<b>5,474,897</b>	<b>2.9%</b>	<b>6,009,748</b>	<b>-6.2%</b>
<b>Non varlıkları</b>	<b>2,286,133</b>	<b>28.9%</b>	<b>2,200,739</b>	<b>3.9%</b>	<b>2,140,475</b>	<b>6.8%</b>

(1) Aralık 2011 sonu - Eylül 2011 sonu. (2) Aralık 2011 sonu - Aralık 2010 sonu. (3) Belçika verisi Eylül 2011 sonu dönemini kapsamaktadır.

(4) 2010 yılından bu yana, varlık büyümesi Romanya verisinden gelen iki yeni fon kaynaklanıyor.



# Dünya Yatırım Fonları

## Net Varlık Değerleri

Avrupa Yatırım Fonları Birliği (EFAMA) ve ABD Investment Company Institute (ICI) tarafından derlenen ve 46 ülkeyi kapsayan dünya fon istatistikleri verilerine göre, dünya yatırım fonları büyüklüğü 2011 yılı son çeyrekte yaklaşık %7,5 artışla 18,58 trilyon Euro'dan 19,97

trilyon Euro'ya(\$ 25,84 trilyon) yükseldi.

2011 yılı toplamında bir önceki yıla göre yatırım fonları büyüklüğü ise, %0,15'lik artışla 19,94 trilyon Euro'dan 19,97 trilyon Euro'ya yükselmiştir.

## Net Satışlar

2011 yılı son çeyrekte tüm fonlara net giriş 83 milyar Euro olarak gerçekleşti. Önceki çeyrekte ise 104 milyar Euro net çıkış yaşanmıştı.

Geçen yıl ilk defa son çeyrekte para piyasası fonlarına para girişi (72 milyar Euro) gerçekleşti. Para piyasası fonlarını 49 milyar Euro ile bono fonları, 11 milyar Euro ile uzun vadeli fonlar takip etti. Aynı dönemde en fazla para çıkışı ise 52 milyar Euro ile hisse fonlarında yaşandı.

2011 yılı toplamında ise tüm fonlara 228 milyar Euro net

para girişi gerçekleşmiştir. Aynı dönemde para piyasası fonlarında 107 milyar Euro, hisse fonlarında 70 milyar Euro net para çıkışı olurken, diğer fonlara 179 milyar Euro, bono fonlarına 168 milyar Euro ve dengeli/karma fonlara da 57 milyar Euro'luk para girişi gerçekleşmiştir.

Geçen yılın son çeyreğinde dünya yatırım fonları büyüklüğünün %37'si hisse fonlarda, %23'ü bono fonlarda, %18'i para piyasası fonlarında, %10'u dengeli/karma fonlarda ve %12'si de diğer fonlarda bulunmaktadır. Aynı dönemde yatırım fonları sayısı da 82,228'e ulaşmıştır.



## İlk çeyrekte Anapara Garantili ve Korumalı, Likit ve Altın fonlar küçüldü

2012 yılı ilk çeyreğin başında uygulanan sıkı para politikası neticesinde faizler %11,15 bileşik seviyelerinde iken, küresel risk iştahının artması, likidite bolluğu ve TCMB'nin genel olarak sıkılaştırıcı politika uygulamamasıyla faizlerde olumlu hareket yaşandı. Bileşik %8,90 seviyelerine kadar kuvvetli ve hızlı bir ralli yaşanırken, yurtdışı piyasalardaki gelişmelerin de bu harekette etkisi vardı. Avrupa Merkez Bankası'nın uzun vadeli düşük faizli kaynak sağlaması ve ABD Merkez Bankası'nın 2014 yılına kadar düşük faiz politikasını sürdüreceğini açıklaması sonucu, piyasalardaki hava olumluya döndü. ABD ekonomisinden gelen güçlü veriler ve Yunanistan'ın borçlarının yapılandırılmasındaki gelişmelerle, gelişmekte olan borsalarda aylık bazda %14, MSCI Türkiye endeksinde %26'lık bir yükseliş yaşandı.

Yılın ilk ayında, özellikle Avrupa borç krizine dair azalan endişeler, İtalya ve İspanya'nın daralan borç spreadleri ve ABD Merkez Bankası FED'in faiz oranlarını 2014'e kadar sabit tutacağı ile ilgili açıklamaları, yükselişin başlangıcını tetikleyen unsurlar olarak gerçekleşti. Şubat ayında piyasalardaki olumlu hava, Avrupa Merkez Bankası'nın bankalara bir trilyon Euro uzun vadeli ve ucuz finansman sağlaması, bankaları rahatlatarak İtalya ve İspanya gibi sistemik risk yaratacak ülkelerin borçlanma faizlerinin düşmesini sağladı. Ancak Ortadoğu'da yaşanan gerginlik ile yüksek petrol fiyatları nedeniyle dış ticaret açığındaki düzelmeye beklenenden daha yavaş olacağı ve enflasyonun yüksek seyredeceği korkusu İMKB'yi baskı altında tuttu. Yılbaşından bu yana güçlü bir yükseliş gösteren endeks, Mart ayında daha yatay bir seyir izledi. Aşağıda 59.000 seviyesini birkaç kez test eden endeks, ay sonunda tekrar bir yükseliş hareketi gerçekleştirdi. Ay içinde USD/TL seviyesindeki yukarı

hareket ve Merkez Bankası'nın haftalık repo ihalelerini açmayarak 'istisnai günler' stratejisine geri dönmesi piyasalar için belirleyici oldu.

Bu gelişmeler ile birlikte 2012 ilk çeyreğinde yatırım fonları pazarı küçülürken, A tipi fonlarda yaklaşık %5 ve valörlü B tipi fonlarda ise yaklaşık %3 oranında büyüme gözlemlendi. Yatırım fonları pazarı yılbaşında 29,9 milyar TL iken %2,3 küçülerek 29,2 milyar TL oldu. Bu küçülmede en büyük katkı Anapara Garantili ve Korumalı fonların olurken, Likit fonlar bu türü takip etti. Ekonomik açıdan zor bir yıl olan 2011 senesinde halka arz edilen Anapara Garantili ve Korumalı fonların Ocak ayındaki yüklü miktardaki ifada anapara ile geri dönmesi, dönüşlerin bir kısmının yatırım fonları ile karşılanmasına neden oldu. Garantili ve Korumalı fon pazarı ilk çeyrekte %14,5 küçülerek, 523 milyon TL çıkış gerçekleşti. Likit fonlardaki çıkışların nedeni ise, bankaların likidite ihtiyacını takiben vadeli mevduat faizlerindeki yükseliş ve Özel Sektör Tahvil ve Bonolarının halka arzındaki artış oldu. Yılbaşında 20,5 milyar TL olan likit fonlar, 337 milyon TL küçülerek 20,2 milyar TL oldu. Altın fiyatlarında yılbaşından bugüne ons fiyatında yükseliş olmasına rağmen, USD/TL'de gerçekleşen hareket nedeniyle fon fiyatlarına yansımaları negatif olurken, altın fonlarında da %11,3 oranında küçülme gerçekleşti. Altın fonları ilk çeyrekte 151 milyon TL azalarak, toplam 1,2 milyar TL oldu.

Yatırım fonları pazarında geçtiğimiz senelerde yüksek büyüme gözlemediğimiz alternatif türlerde düşüş gerçekleşirken, klasik yatırım fonları olan A tipi ve B tipi valörlü fonlarda yılbaşından beri büyüme gözlemlendi. Piyasalardaki olumlu gelişmeleri takiben A tipi fonlar %4,9 büyüyerek toplam 1,5 milyar TL, B tipi valörlü fonlar da 273 milyon TL ile %9,4 büyüyerek 3,2 milyar TL büyüklüğe ulaştı.



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
	31 Ocak 2012	601,63	0,53	3,11	7,65	7,65
	29 Şubat 2012	617,43	1,31	-1,42	3,17	10,47
	30 Mart 2012	632,07	-0,41	-0,29	2,37	13,09
B Tipi	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	1156,46	0,00	0,11	0,63	4,08
	31 Ocak 2012	1166,51	0,03	0,22	0,87	0,87
	29 Şubat 2012	1174,83	0,02	0,14	0,74	1,59
	30 Mart 2012	1182,16	0,03	0,16	0,62	2,22

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
	31 Ocak 2012	328,60	0,02	0,16	0,78	0,78
	29 Şubat 2012	330,57	0,02	0,13	0,62	1,39
	30 Mart 2012	332,69	0,02	0,17	0,64	2,04
BRÜT	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	430,07	0,02	0,20	0,91	7,30
	31 Ocak 2012	434,04	0,03	0,19	0,92	0,92
	29 Şubat 2012	437,09	0,02	0,16	0,73	1,63
	30 Mart 2012	440,37	0,03	0,19	0,75	2,40

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
	31 Ocak 2012	108,87	0,12	0,42	1,17	1,17
	29 Şubat 2012	110,02	0,02	0,18	1,18	2,24
	30 Mart 2012	110,78	0,03	0,15	0,69	2,95
DEĞİŞKEN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	110,08	-0,10	0,15	0,82	10,08
	31 Ocak 2012	111,48	0,23	0,54	1,27	1,27
	29 Şubat 2012	112,42	0,07	0,24	1,08	2,13
	30 Mart 2012	113,58	-0,02	0,39	1,03	3,18

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	-0,32	1,68	4,97
	31 Ocak 2012	105,73	0,28	1,16	0,72	0,72
	29 Şubat 2012	108,27	0,03	-0,21	2,68	3,14
	30 Mart 2012	109,59	0,13	0,42	1,22	4,40

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
	31 Ocak 2012	99087,05	-0,03	1,19	3,49	3,49
	29 Şubat 2012	100156,29	-0,04	1,54	1,05	4,61
	30 Mart 2012	95381,49	0,26	-0,36	-4,77	-0,38
KAPANIŞ	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	96018,29	1,83	-1,73	-7,37	36,71
	31 Ocak 2012	99442,65	0,03	1,88	3,57	3,57
	29 Şubat 2012	99858,80	-0,63	1,21	0,45	4,00
	30 Mart 2012	95250,90	0,31	-0,99	-4,61	-0,80

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
	31 Ocak 2012	625,99	0,02	0,24	0,99	0,99
	29 Şubat 2012	630,97	0,04	0,17	0,81	1,80
	30 Mart 2012	634,87	0,04	0,19	0,62	2,43
91 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	826,89	0,08	0,19	0,69	7,25
	31 Ocak 2012	836,19	0,06	0,32	1,13	1,13
	29 Şubat 2012	843,60	0,04	0,14	0,94	2,02
	30 Mart 2012	848,58	0,04	0,22	0,59	2,62
182 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	1049,26	0,11	-0,06	0,39	6,61
	31 Ocak 2012	1067,16	0,13	0,55	1,71	1,71
	29 Şubat 2012	1077,99	0,03	0,04	1,14	2,74
	30 Mart 2012	1083,59	0,01	0,24	0,52	3,27
365 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	1025,12	0,29	-0,21	0,31	4,80
	31 Ocak 2012	1050,41	0,14	1,00	2,47	2,47
	29 Şubat 2012	1061,00	0,19	-0,06	1,15	3,50
	30 Mart 2012	1064,24	0,03	0,37	0,31	3,82
547 GÜN	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	232,07	0,32	-0,56	0,33	3,44
	31 Ocak 2012	239,19	0,18	1,43	3,07	3,07
	29 Şubat 2012	241,62	0,13	-0,14	1,20	4,12
	30 Mart 2012	242,70	0,09	0,57	0,45	4,58
TÜM	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	948,38	0,22	-0,49	0,44	4,36
	31 Ocak 2012	972,12	0,11	1,07	2,50	2,50
	29 Şubat 2012	984,25	0,14	-0,04	1,36	3,78
	30 Mart 2012	987,83	0,05	0,45	0,36	4,16
KYD Kısa (Yeni)	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	111,81	0,14	0,04	0,48	6,36
	31 Ocak 2012	113,59	0,11	0,55	1,59	1,59
	29 Şubat 2012	114,65	0,09	0,04	1,04	2,54
	30 Mart 2012	115,21	0,04	0,29	0,49	3,04
KYD Orta (Yeni)	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	111,88	0,32	-0,74	0,26	3,14
	31 Ocak 2012	115,35	0,14	1,44	3,10	3,10
	29 Şubat 2012	116,75	0,11	-0,09	1,35	4,35
	30 Mart 2012	117,19	0,09	0,55	0,38	4,75
KYD Uzun (Yeni)	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	115,77	0,15	-1,26	1,04	1,83
	31 Ocak 2012	119,01	-0,04	0,95	2,80	2,80
	29 Şubat 2012	121,63	0,39	-0,12	2,16	5,06
	30 Mart 2012	121,70	-0,05	0,57	0,06	5,12

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
	31 Ocak 2012	254,65	0,32	1,58	0,58	0,58
	29 Şubat 2012	263,49	0,07	-0,22	3,80	4,07
	30 Mart 2012	266,20	0,24	0,71	1,03	5,14
USD - TL	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	291,43	-0,88	0,55	1,93	24,48
	31 Ocak 2012	273,73	-0,69	-1,30	-6,07	-6,07
	29 Şubat 2012	279,00	-0,55	-0,50	1,22	-4,27
	30 Mart 2012	287,64	0,32	-0,35	3,10	-1,30
EUR	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	186,83	-0,11	0,03	-0,22	-0,21
	31 Ocak 2012	188,40	0,06	0,85	0,84	0,84
	29 Şubat 2012	192,84	0,21	0,48	2,42	3,22
	30 Mart 2012	195,95	0,01	0,53	1,61	4,88
EUR - TL	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	265,70	-0,73	-0,54	-0,51	18,61
	31 Ocak 2012	255,02	-0,52	-0,71	-4,02	-4,02
	29 Şubat 2012	262,51	-0,32	1,89	2,40	-1,20
	30 Mart 2012	269,97	0,47	0,23	2,84	1,61

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
	31 Ocak 2012	114,41	0,02	0,16	0,74	0,74
	29 Şubat 2012	115,17	0,02	0,16	0,69	1,41
	30 Mart 2012	115,98	0,02	0,16	0,70	2,12
USD	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	104,16	0,01	0,06	0,24	2,70
	31 Ocak 2012	104,43	0,01	0,06	0,26	0,26
	29 Şubat 2012	104,67	0,01	0,06	0,24	0,49
	30 Mart 2012	104,91	0,01	0,56	0,24	0,72
EUR	31 Aralık 2010 - 31 Aralık 2011	104,06	0,01	0,05	0,23	2,62
	31 Ocak 2012	104,31	0,01	0,05	0,25	0,25
	29 Şubat 2012	104,55	0,01	0,05	0,23	0,47
	30 Mart 2012	104,79	0,01	0,05	0,23	0,70

# Yatırım Fonlarında 2012 İlk Çeyrek

## GENEL DEĞİŞİM

2012 yılı ilk çeyrek portföy değerlerine bakıldığında, borsa yatırım fonları son üç aylık dönemde % 7,08, reel olarak %5,45 oranında değer kazanırken, yatırım fonları %0,69, reel olarak %2,20 oranında değer kaybetmiştir. Emeklilik fonları ise %10,63, reel olarak %8,94 oranında değer kazanmıştır.

	İlk Tarih 3 Ay 03/01/2012	Son Tarih 02/04/2012	Değişim %	Reel Artış
Borsa Yatırım Fonları	287.365.831	307.705.839	%7,08	%5,45
Emeklilik Fonları	14.352.185.155	15.877.332.163	%10,63	%8,94
Yatırım Fonları	25.781.902.778	25.604.213.875	-%0,69	-%2,20

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 3/1/2012 ile 2/4/2012 verileri ile hesaplanmıştır.

## FONLARDA BÜYÜME

2012 ilk çeyrek yatırım araçlarına bakıldığında, borsa yatırım fonlarının yatırımcı sayıları %16,7 oranında artmış, pazar payı %0,74 olmuştur. Yatırım fonlarına bakıldığında, yatırımcı sayılarında %5,29 oranında azalma görülmüş, pazar payı %61,27 olmuştur.

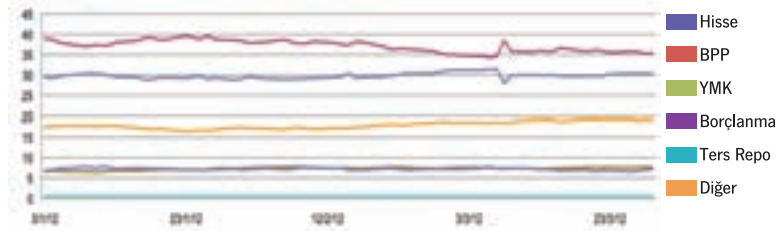
Emeklilik fonlarının ise, yatırımcı sayıları %2,01 oranında artarken, pazar payı %37,99 olmuştur. Tüm piyasaya bakıldığında ise, fon piyasasının %3,38 oranında, reel olarak da %1,81 oranında büyüdüğünü görüyoruz.

	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim %	Reel Artış	İlk Kbss	Son Kbss	Değişim %	Reel Artış	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
Borsa Yatırım Fonları	287.365.831	307.705.839	%7,08	%5,45	491	573	%16,7	%14,92	%0,71	%0,74	
Emeklilik Fonları	Bireysel	13.381.485.284	14.523.683.157	8,54%	6,88%	6.809.755	6.941.323	1,93%	0,38%	33,10%	34,75%
	Gruplara Yönelik	970.699.871	1.353.649.006	39,45%	37,32%	210.971	220.374	4,46%	2,86%	2,40%	3,24%
		<b>14.352.185.155</b>	<b>15.877.332.163</b>	<b>10,63%</b>	<b>8,94%</b>	<b>7.020.726</b>	<b>7.161.697</b>	<b>2,01%</b>	<b>0,45%</b>	<b>35,51%</b>	<b>37,99%</b>
Yatırım Fonları	Emtia	1.352.935.355	1.197.442.926	-%11,49	-%12,84	77.744	73.844	-%5,02	-%6,46	%3,35	%2,87
	Esnek	644.467.575	659.239.797	%2,29	%0,73	20.430	20.368	-%0,30	-%1,82	%1,59	%1,58
	Fon Sepeti	11.856.592	12.166.735	%2,62	%1,05	155	138	-%10,97	-%12,33	%0,03	%0,03
	Hisse Senedi Yoğun	700.218.410	723.763.980	%3,36	%1,79	39.832	38.165	-%4,19	-%5,65	%1,73	%1,73
	Karma	490.752.386	533.281.359	%8,67	%7,01	241.214	243.496	%0,95	-%0,59	%1,21	%1,28
	Para Piyasası	20.701.547.187	20.597.973.651	-%0,50	-%2,02	2.887.433	2.713.246	-%6,03	-%7,47	%51,21	%49,29
	Tahvil Bono	1.757.835.547	1.772.817.296	%0,85	-%0,69	182.741	177.866	-%2,67	-%4,15	%4,35	%4,24
	Uluslararası	122.289.727	107.528.132	-%12,07	-%13,41	9.161	8.661	-%5,46	-%6,90	%0,30	%0,26
	<b>25.781.902.778</b>	<b>25.604.213.875</b>	<b>-%0,69</b>	<b>-%2,20</b>	<b>3.458.710</b>	<b>3.275.784</b>	<b>-%5,29</b>	<b>-%6,73</b>	<b>%63,78</b>	<b>%61,27</b>	
<b>Piyasa</b>	<b>40.421.453.764</b>	<b>41.789.251.878</b>	<b>%3,38</b>	<b>%1,81</b>	<b>10.479.927</b>	<b>10.438.054</b>	<b>-%0,40</b>	<b>-%1,92</b>			

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 03.01.2012 ile 02.04.2012 verileri ile hesaplanmıştır. KBSS, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı

## PORTFÖYLERİN VARLIK DAĞILIMI

Yatırım araçlarının son üç aylık varlık oranları ortalamasına bakıldığında, Repo 37, Kamu Borçlanma 30, Hisse ve Borsa Para 7, Diğer ise 17 seviyelerinde olduğu görülmektedir.



## FON ENDEKSLERİ

2012 yılı ilk çeyreğinin fon endekslerine baktığımızda, Uluslararası Fonlar Endeksi ve Emtia Fonları Endeksi haricindeki tüm endeksler dönemi pozitif değerle kapatmıştır.

	Ağırlık	Adet	İlk Değer	Son Değer	Değişim
Para Piyasası Fonu Endeksi	44,93	15	101,58	102,27	0,68
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	2,74	15	102,45	102,79	0,33
Karma Fon Endeksi	1,03	15	106,62	108,08	1,37
Hisse Senedi Yoğun Fon Endeksi	1,11	10	114,76	118,17	2,97
Uluslararası Fonlar Endeksi	0,15	6	104,65	102,82	-1,76
Esnek Fonlar Endeksi	1,38	25	103,38	104,51	1,10
Fon Sepeti Endeksi	0,03	3	104,03	105,56	1,47
Emtia Fonları Endeksi	2,16	5	105,26	100,06	-4,94
FM 30 Endeksi	64,64	30	102,39	103,09	0,68
FM 50 Endeksi	75,4	50	102,60	103,37	0,76

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 03.01.2012 ile 02.04.2012 verileri ile hesaplanmıştır.

# FonMarket.com

## Hızlı, Kolay

## Her zaman

## Ücretsiz



Hala aradığınız analizi bulamıyorsanız, bize ulaşın sizin için yapalım.

### Örnek profesyonel içerikler:

Performans karşılaştırma, ağırlıklı getiriler, benchmark performansları, yönetim ücretinden arındırılmış getiriler, standart sapma, sharpe, beta, treynor, alfa, covaryans, tüm yeni sınıflandırma fon endeksleri, ratingler, genel piyasa özeti ve dahası...



## TİP TÜR BAZINDA BÜYÜKLÜKLER VE DEĞİŞİMLER

2012 ilk çeyreğinde, yeni sınıflandırma sonrası tüm fon sınıf ve alt sınıflarının detaylı görülebildiği yandaki tabloyu incelediğimizde, bireysel emeklilik fonlarının portföy değerleri %8,54 oranında, gruplara yönelik emeklilik fonlarının ise, %39,45 oranında arttığını görüyoruz. Yatırımcı sayılarına baktığımızda ise, bireysel de %1,93 lük, gruplarda ise %4,46 oranında artış görülmektedir. Emeklilik fonları toplam piyasanın %37,99'unu oluştur-

maktadır.

Yatırım fonlarında, borsa fonları piyasanın %0,74, emtia fonları ise piyasanın %2,87'sini oluşturmaktadır. Para piyasası fonlarına baktığımızda ise, piyasanın %49,29'unu oluşturduğunu görüyoruz.

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

		İlk Fon Sayısı	Son Fon Sayısı	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim %	Reel Artış	İlk Kbs	Son Kbs	Değişim %	Reel Artış	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı		
<b>Borsa Yatırım Fonları</b>		12	12	287.365.831	307.705.839	7,08%	5,45%	491	573	16,70%	14,92%	0,71%	0,74%		
<b>Emeklilik Fonları</b>	Bireysel	Büyüme Amaçlı Fonlar	26	28	1.938.383.924	2.244.581.012	15,80%	14,03%	1.167.136	1.185.243	1,55%	0,00%	4,80%	5,37%	
		Diğer Fonlar	20	23	2.469.339.008	2.742.372.547	11,06%	9,36%	1.391.140	1.433.231	3,03%	1,45%	6,11%	6,56%	
		Gelir Amaçlı Fonlar	52	54	7.601.111.307	8.047.964.721	5,88%	4,26%	2.964.848	3.049.363	2,85%	1,28%	18,80%	19,26%	
		Para Piyasası Fonları	18	19	1.372.651.045	1.488.764.878	8,46%	6,81%	1.286.631	1.273.486	1,02%	-2,53%	3,40%	3,56%	
		<b>116</b>	<b>124</b>	<b>13.381.485.284</b>	<b>14.523.683.157</b>	<b>8,54%</b>	<b>6,88%</b>	<b>6.809.755</b>	<b>6.941.323</b>	<b>1,93%</b>	<b>0,38%</b>	<b>33,10%</b>	<b>34,75%</b>		
	Gruplara Yönelik	Büyüme Amaçlı Fonlar	6	6	51.129.140	73.932.580	44,60%	42,39%	23.114	25.779	11,53%	9,83%	0,13%	0,18%	
		Diğer Fonlar	10	10	312.520.453	411.532.172	31,68%	29,67%	64.115	69.618	8,58%	6,93%	0,77%	0,98%	
		Gelir Amaçlı Fonlar	14	17	590.950.292	846.108.810	43,18%	40,99%	120.246	121.014	0,64%	-0,90%	1,46%	2,02%	
Para Piyasası Fonları		1	1	16.099.986	22.075.444	37,11%	35,02%	3.496	3.963	13,36%	11,63%	0,04%	0,05%		
	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>970.699.871</b>	<b>1.353.649.006</b>	<b>39,45%</b>	<b>37,32%</b>	<b>210.971</b>	<b>220.374</b>	<b>4,46%</b>	<b>2,86%</b>	<b>2,40%</b>	<b>3,24%</b>			
<b>Yatırım Fonları</b>	Emtia		15	17	1.352.935.355	1.197.442.926	-11,49%	-12,84%	77.744	73.844	-5,02%	-6,46%	3,35%	2,87%	
		Esnek	46	43	644.467.575	659.239.797	2,29%	0,73%	20.430	20.368	-0,30%	-1,82%	1,59%	1,58%	
		Fon Sepeti	3	3	11.856.592	12.166.735	2,62%	1,05%	155	138	-10,97%	-12,33%	0,03%	0,03%	
	Hisse Senedi Yoğun	Endeksli Fonlar		16	18	259.615.514	278.795.613	7,39%	5,75%	17.518	16.736	-4,46%	-5,92%	0,64%	0,67%
			Hisse Fonları	31	32	440.602.897	444.968.367	0,99%	-0,55%	22.314	21.429	-3,97%	-5,43%	1,09%	1,06%
				<b>47</b>	<b>50</b>	<b>700.218.410</b>	<b>723.763.980</b>	<b>3,36%</b>	<b>1,79%</b>	<b>39.832</b>	<b>38.165</b>	<b>-4,19%</b>	<b>-5,65%</b>	<b>1,73%</b>	<b>1,73%</b>
		Karma	Dengeli Karma Fonlar	37	37	430.772.819	463.789.000	7,66%	6,02%	239.274	241.315	0,85%	-0,68%	1,07%	1,11%
			Hisse Karma Fonlar	11	11	59.979.567	69.492.358	15,86%	14,09%	1.940	2.181	12,42%	10,71%	0,15%	0,17%
			<b>48</b>	<b>48</b>	<b>490.752.386</b>	<b>533.281.359</b>	<b>8,67%</b>	<b>7,01%</b>	<b>241.214</b>	<b>243.496</b>	<b>0,95%</b>	<b>-0,59%</b>	<b>1,21%</b>	<b>1,28%</b>	
		Para Piyasası	Kısa Vadeli Bono Fonları	7	8	62.070.394	71.346.345	14,94%	13,19%	67.730	79.267	17,03%	15,25%	0,15%	0,17%
			Likit Fonlar	51	51	20.639.476.793	20.526.627.306	-0,55%	-2,06%	2.819.703	2.633.979	-6,59%	-8,01%	51,06%	49,12%
			<b>58</b>	<b>59</b>	<b>20.701.547.187</b>	<b>20.597.973.651</b>	<b>-0,50%</b>	<b>-2,02%</b>	<b>2.887.433</b>	<b>2.713.246</b>	<b>-6,03%</b>	<b>-7,47%</b>	<b>51,21%</b>	<b>49,29%</b>	
		Tahvil Bono	Endeksli Fonlar	1	1	7.875.092	16.266.823	106,56%	103,41%	39	42	7,69%	6,05%	0,02%	0,04%
			Özel Sektör Tahvil Bono Fonları	3	5	3.100.842	45.718.416	1374,39%	1351,91%	384	789	105,47%	102,34%	0,01%	0,11%
			Tahvil Bono Fonları	51	53	1.181.434.199	1.142.350.155	-3,31%	-4,78%	155.847	150.986	-3,12%	-4,60%	2,92%	2,73%
			Uzun Vadeli Tahvil Bono Fonları	28	28	565.425.414	568.481.902	0,54%	-0,99%	26.471	26.049	-1,59%	-3,09%	1,40%	1,36%
	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>1.757.835.547</b>	<b>1.772.817.296</b>	<b>0,85%</b>	<b>-0,69%</b>	<b>182.741</b>	<b>177.866</b>	<b>-2,67%</b>	<b>-4,15%</b>	<b>4,35%</b>	<b>4,24%</b>			
Uluslararası	Hisse Fonları	8	8	92.489.362	82.820.889	-10,45%	-11,82%	3.107	3.165	1,87%	0,31%	0,23%	0,20%		
	Karma Fonlar	1	1	1.213.825	1.243.015	2,40%	0,84%	416	407	-2,16%	-3,66%	0,00%	0,00%		
	Tahvil Bono Fonlar	7	7	28.586.540	23.464.228	-17,92%	-19,17%	5.638	5.089	-9,74%	-11,11%	0,07%	0,06%		
	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>122.289.727</b>	<b>107.528.132</b>	<b>-12,07%</b>	<b>-13,41%</b>	<b>9.161</b>	<b>8.661</b>	<b>-5,46%</b>	<b>-6,90%</b>	<b>0,30%</b>	<b>0,26%</b>			
<b>Piyasa</b>		<b>475</b>	<b>493</b>	<b>40.421.453.764</b>	<b>41.789.251.878</b>	<b>3,38%</b>	<b>1,81%</b>	<b>10.479.927</b>	<b>10.438.054</b>	<b>-0,40%</b>	<b>-1,92%</b>				

**Açıklama:** Yukarıdaki tablo 03.01.2012 ile 02.04.2012 verileri ile hesaplanmıştır. KBSS, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı, Reel artış aynı dönemdeki enflasyondan ayrıştirilerek hesaplanmıştır.