

İkinci sayı ile Merhaba...

Değerli Okurlarımız,
Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin sektörel yayını Kurumsal Yatırımcı'nın 2.sayısı ile sizlere tekrar merhaba derken, öncelikle ilk sayımıza göstermiş olduğunuz ilgi ve desteğe, görüş ve önerilere teşekkür ediyorum.

Bundan sonraki sayılarımızda da kurumsal ve bireysel yatırımcı tabanını genişletmeyi misyon edinen ve bu amaçla sektörel ve uluslararası faaliyetlerine devam eden Derneğimiz, önümüzdeki dönemde de sizlerin katkılarıyla çalışmalarını sürdürecektir.

Uluslararası gelişmeler ve yurtiçinde de siyasi ve ekonomik gelişmeleri yakından takip ederken, diğer yandan da yurtiçi açılımlarımızı geçtiğimiz aylarda da sürdürdük.

TKYD olarak Haziran ayı başında Maliye Bakanlığı ve SPK üst düzey temsilcilerinin de katılımıyla Antalya'da gerçekleştirilen Arama Konferansı sektör temsilcileri ve kamu otoritesini bir araya getirmiş ve kolektif yatırım araçları sektörümüzün ihtiyaçları ve beklentilerini içeren çalışmalar kamu otoritemiz ile birlikte paylaşılmıştır. Bu toplantının sonuçları itibariyle sektörümüze önümüzdeki dönemde büyük kazanımlar sağlayacağına inanıyorum.

Bu sayımızda Arama Konferansı öncesi Vergi Mevzuat Komitemizin yapmış olduğu çalışmalar ve konferansımızın çalışmalarının yanı sıra, sektörde yeni olan Saklama Bankaları, serbest fonlar gibi konulara yer verdik. Derneğimizin uluslararası faaliyetleri ve geçmişte bu konuda yapılan çalışmaları ve değerli yazarlarımızın sektörümüz ve ekonomimiz hakkındaki yorum ve düşüncelerini bulabilirsiniz.

Dergimizin 2.sayısını keyifle okumanızı dilerken, görüş ve önerilerinizin bizler için çok değerli olduğunu belirterek saygılarımı sunuyorum.

Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Yönetim Kurulu Başkanı



Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Başkanı

“ Dergimizde, Derneğimizin uluslararası faaliyetleri ve geçmişte bu konuda yapılan çalışmaları ve değerli yazarlarımızın sektörümüz ve ekonomimiz hakkındaki yorum ve düşüncelerini bulabilirsiniz. ”

kurumsal
yatırımcı

Türkiye Kurumsal Yatırımcı
Yöneticileri Derneği
adına İmtiyaz Sahibi
Gür Çağdaş

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü
Tülin Özyayın

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

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

Reklam Müdürü
Selin Sözer

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

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

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

Baskı
Mart Matbaacılık
Tel: 0212-321 23 00

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

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

içindekiler

- 4 YAYIN KURULU'NDAN
5 SEKTÖRDEN HABERLER
6 SPK'DAN
Kurumsal Yatırımcılar ve Kurumsal Yönetim / Ender ÇOLAK
10 VOB BAŞKANI'NDAN
Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda İşlem Hacmi Hız Kesmiyor!
İşinsu KESTELLİ



12 KAPAK SAKLAMA BANKALARI

Saklama faaliyeti yetkisini alan kurumlardan
İş Bankası ve Finansbank konuya ilişkin
Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını yanıtladılar.

- 13 TÜRKİYE İŞ BANKASI
15 FİNANSBANK
16 AKBANK

19 EKONOMİST GÖRÜŞ
Kara Kutudan Çıkacaklar, İleride Başımızı Ağrıttacaklar...
HALUK BÜRÜMCEKÇİ Fortis Bank A.Ş. Başekonomist20 FON YÖNETİMİ
HSBC PORTFÖY B TİPİ AKTİF YÖNETİMLİ KORUMA AMAÇLI FON
ERCAN GÜNER HSBC Portföy Yönetimi Portföy Yöneticisi (Direktör)24 YENİ ÜRÜN
TÜRKİYE İŞ BANKASI ÇEVREYE YATIRIM FONU
MELTEM KÖKDEN T.İş Bankası Menkul Kıymetler Müdürü

26

TKYD DÜNDEN BUGÜNE

Gürman Tevfik'le
TKYD'nin Dünden Bugüne
Uluslararası Açılımları

TKYD'nin kurucu üyelerinden
2001-2006 yıllarında TKYD
Başkanlığını yapan ve Derneğin
faaliyetlerinin uluslararası alana
taşınmasında öncülük eden Dr.Gürman
Tevfik anılarını bizlerle paylaştı.

30 EFAMA
UCITS DİREKTİFLERİ
Derleyen: CENK AKSOY
İŞ Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı

34 ÇALIŞMA KOMİTELERİ
VERGİ MEVZUAT KOMİTESİ

36 KAPAK ARAMA KONFERANSI
TKYD - MALİYE BAKANLIĞI - SPK ARAMA KONFERANSI
7-8 HAZİRAN 2008

38

YATIRIM ORTAKLIKLARI

Yatırım Ortaklıklarının Çeşitli Vergi Kanunları (Kurumlar Vergisi, BSMV, Gelir Vergisi Stopajı) Karşısındaki Durumu

CİHAT KUMUŞOĞLU
Eski Hesap Uzmanı

MEHMET BİNGÖL
Eski Hesap Uzmanı



42 RİSK YÖNETİMİ
Opsiyon Portföylerinde **Risk Bazlı Teminatlandırma**
Dr.KAAN EVREN BOLGÜN
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Müdür | Risk Yönetimi

48 YORUM
Gelişmekte olan ülkeler sermaye bolluğundan nasıl yararlanır? Bir örnek: Caspian International Investment Company (Azerbaycan)
DR. MURAT YÜLEK

56 YORUM
Duyguların Finansal Karar Verme Sürecinde Etkisi:
Christoph Merkle
BELMA ÖZTÜRKAL

50 KAPAK SERBEST FONLAR



50 SERBEST FONUN TEMELİ

52 GARANTİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.

53 İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

55 OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

58 FON DÜNYASI
Derleyen: HALİM ÇUN

- Amerika'nın en popüler fon yöneticisi: **Ken Heebner**
- **Kaldıraçlı Borsa Yatırım Fonları piyasalara heyecan getirecek**
- **Buffett'in büyük iddiası**
- **Legg Mason, son çeyrekte ilk kez zararda**
- **ABD'de Küresel Fonlar Moda**

64 TANITIM
Koç Üniversitesi **Finans Master Programı**
Prof. Dr. TURAN GÖKÇEN BALI
Koc Üniversitesi Finans Bölümü Öğretim Üyesi

66 KONFERANS AJANDASI | 2008

68 YATIRIMCI KİTAPLIĞI

72 KYD ENDEKSLERİ

73 SEKTÖR VERİLERİ



Halim ÇUN
Kurumsal Yatırımcı
Yayın Kurulu Başkanı

“ Kurumsal Yatırımcı ile sektör profesyonellerine fon endüstrisindeki tüm yurtiçi ve uluslararası gelişmeleri detaylı ve kapsamlı bir şekilde sunarken, sektörün gündemindeki konu ve sorunlarının tartışıldığı bir platform haline gelmeyi hedefliyoruz. ”

Kurumsal Yatırımcı, “Yatırım” işini ciddiye alan herkes için...

Değerli Okurlarımız,

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin sektörel yayını “Kurumsal Yatırımcı”nın ikinci sayısını sizlere sunarken, ilk sayımıza ilişkin değerlendirme ve eleştirileri ile bize destek veren okurlarımıza teşekkür etmek isterim.

2008 yılının ilk yarısı, piyasalardaki aşırı oynaklık, yükselen faiz oranları ve borsadaki değer kaybı ile son derece elverişsiz bir yatırım ortamı sergilerken, hızla gelişen fon endüstrisi, yeni yatırım alternatifleri ile yatırım dünyasının ufkunu genişletmeye ve tasarruf eğilimlerini de değiştirmeye aday görünüyor. Anapara Korunmalı ve garantili fonların ardından, bu sayımızda yine içinde bulunduğumuz yılın yeniliklerinden olan “serbest fonları” ilk örnekleri ile ele aldık.

TKYD'nin, Haziran ayı başında Dernek Yönetim Kurulu üyeleri ile SPK üst yönetimi ile Kurumsal Yatırımcılar Dairesi yetkilileri ve Maliye Bakanlığı'nın Gelir İdaresi Başkanlığı'ndan üst düzey yöneticilerini bir araya getirerek ilk kez bu kapsamda yaptığı “ARAMA” toplantısının sektör açısından yeni açılımlar sağlayacağını umduğumuz sonuçlarını sizlerle paylaşıyoruz.

Kurumsal yatırımcıların sürekli ilgi alanındaki konuların başında gelen yatırım araçlarının vergilendirilmesi konusunda çalışmalar gösteren “Mevzuat Komitemizin” saptamalarını ve önerilerini içeren bir raporu geçen ay kamu otoriteleri ile paylaştık. Bu değerlendirmenin sonuçlarını ve son zamanlarda ciddi bir problem haline gelen Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları'nın vergilendirilmesi konusundaki tartışmalara bir ölçüde ışık tutmak amacıyla bu konuda uzmanların görüşlerine başvurduk.

Portföy yönetimi şirketlerinin ve bu alanda gelişmiş ülkelerde rastladığımız bireysel girişimlerin önünü açacak SPK düzenlemelerine paralel olarak altyapısı kurulan “saklamacı kuruluşların” ilk örnekleri geçtiğimiz aylarda faaliyete başladı. Fon endüstrisinin bu yeni kuruluşlarını, hedefleri, beklentileri ve sektöre kazandıracakları bağlamında yöneticilerinin ağızından tanıtıyoruz.

Derneğimiz, ülkemizde kurumsal ve bireysel yatırımcı tabanını genişletmeyi misyon edinirken Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisini de bunun “itici gücü” olarak görmektedir. Bu bağlamda, “yatırım” işini ciddiye alan herkese yönelik uzun vadeli yatırım kültürünün gelişmesine de katkısı olacağını umduğumuz dergimizde, “davranışsal ekonomi”, “yatırımcı kitaplığı”, “fon dünyasından”, “konferanslardan” gibi bölümlerin de ilgi çekeceğini umuyoruz. Ayrıca, “risk yönetimi” konusundaki makalemiz gibi akademik düzeyde çalışmalara önümüzdeki sayılarda da yer vereceğiz.

Kurumsal Yatırımcı ile sektör profesyonellerine fon endüstrisindeki tüm yurtiçi ve uluslararası gelişmeleri detaylı ve kapsamlı bir şekilde sunarken, sektörün gündemindeki konu ve sorunlarının tartışıldığı bir platform haline gelmeyi hedeflemiştik. Sizlerin de değerli katkı ve desteklerinizin bize yol gösterici olacağını, bu yönde her konuda görüş ve önerilerinizi beklediğimizi bir kez daha hatırlatırız.

Ekim sayımızda görüşmek üzere iyi okumalar diyor ve saygılarımı sunuyorum.

Halim ÇUN
Kurumsal Yatırımcı
Yayın Kurulu Başkanı

SPK Haftalık Bültenlerinden derlenmiştir.

31/03/2008–04/04/2008

YENİ FAALİYET İZİNLERİ

1. Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin 20 milyon YTL. başlangıç tutarlı "Türkiye İş Bankası A.Ş. B Tipi Değişken TEMA Çevre Fonu"nun kuruluşuna izin verilmiştir.

14/04/2008–18/04/2008

YENİ FAALİYET İZİNLERİ

1. 50 milyon YTL. başlangıç tutarlı Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Likit Fonu'nun kuruluşuna izin verilmiştir.

20/05/2008–23/05/2008

Yatırım Fonu Katılma Belgesi ve Emeklilik Yatırım Fonu Payı İhracı Nedeniyle Kurul Kaydına Alınmalar :

1. T. İş Bankası B Tipi İMKB 30 Endeksinin Düşeceğini Öngören Yatırımcılara Yönelik %100 Koruma Amaçlı Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.
2. T. İş Bankası B Tipi İMKB 30 Endeksinin Yükselineceğini Öngören Yatırımcılara Yönelik %100 Koruma Amaçlı Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.
3. T. İş Bankası B Tipi Değişken TEMA Çevre Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.
4. T. Garanti Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

ÖZEL DURUMLAR

Koç Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş. Gruplara Yönelik Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu'nun (Fon), Koç Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş. Gruplara Yönelik Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu'na dönüştürülmesi amacıyla yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmiştir.

16/06/2008–20/06/2008

Yatırım Fonu Katılma Belgesi ve Emeklilik Yatırım Fonu Payı İhracı Nedeniyle Kurul Kaydına Alınmalar :

1. Fortis Bank A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Üçüncü Fon'un kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.
2. Fortis Bank A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Dördüncü Fon'un kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.
3. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. iBoxx Türkiye Gösterge Tahvil B Tipi Borsa Yatırım Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

YENİ FAALİYET İZİNLERİ

1. Alternatif Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin 1.500.000 YTL ödenmiş sermaye ile kuruluşuna izin verilmiştir.
2. Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin her biri 100 Milyon YTL başlangıç tutarlı "Esnek Emeklilik Yatırım Fonu", "Para Piyasası Likit Kamu Emeklilik Yatırım Fonu", "Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu", "Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu" ve "Büyüme Amaçlı Uluslararası Karma Emeklilik Yatırım Fonu" unvanlı emeklilik yatırım fonlarının kuruluşuna izin verilmiştir.

ÖZEL DURUMLAR

1. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu A Tipi Değişken Fonu'nun B Tipi Değişken Gelir Amaçlı 4 Mevsim Fonu'na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmiştir.
2. Fortis Bank A.Ş.'nin kurucusu olduğu A Tipi Değişken Fonu'nun A Tipi Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Hisse Senedi Fonu'na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmiştir.
3. Inter Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Fonu'nun Unicorn Capital Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Dow Jones Islamic Market Turkey Endeksi Fonu'na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmesine karar verilmiştir.



Ender ÇOLAK
SPK Başkan Yardımcısı

Kurumsal Yatırımcılar ve Kurumsal Yönetim

Günümüzde özellikle kurumsal yatırımcılar artık yatırım kararlarında, şirketlerin finansal performansları kadar kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini de dikkate almakta, bu durumda "şeffaflık", "eşitlik", "sorumluluk" ve "hesap verebilirlik" gibi önemli kavramların üzerine inşa edilen iyi kurumsal yönetim kavramını ön plana çıkarmaktadır.

Bu bağlamda en iyi örneklerden biri, dünyanın en büyük emeklilik fonu olan CalPERS'in uyguladığı 2007 yılı itibariyle 5,4 milyar ABD doları tutarındaki "Kurumsal Yönetim Yatırım Programı"dır. Bu program çerçevesinde bugüne kadar gelişmiş ülkelerde yapılan yatırımlarda temel olarak kurumsal yönetim uygulamaları dikkate alınmıştır. Dahası CalPERS 2007 yılı içinde bu programı geliştirmekte olan ülkelere de uygulamaya başlayacağını, bu ülkelerdeki yatırımlarında da Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkelerine dayanacağını açıklamıştır.

Günümüzde global finans piyasalarından finansman sağlamak isteyen şirketlerin hedef yatırımcı kitlesi, port-

föy büyüklükleri ve uzun vadeli bakış açıları nedeniyle kurumsal yatırımcılar olmaktadır. Global sermaye piyasalarında bireysel tasarrufların hukuki bir çerçeveye içerisinde bir araya getirilmesi suretiyle oluşturulan yatırım havuzlarını, profesyonel yönetim ve riskin dağıtılması ilkeleri çerçevesinde değerlendirmek suretiyle sermaye piyasalarına yönlendiren kurumsal yatırımcılar da, diğer yatırımcılar gibi yatırım kararlarında kurumsal yönetim uygulamalarını önemli bir kriter olarak değerlendirmeye ve yatırım kararlarını iyi kurumsal yönetim uygulamaları ekseninde yönlendirmeye başlamışlardır. Bu çerçevede, özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinde global yatırımcılar arasında önemli bir paya sahip olan emeklilik fonları, yatırım fonları ve ortaklıkları gibi kurumsal yatırımcılar, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının yönlendirilmesinde, özellikle de kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi ve yaygınlaştırılması açısından hem araç hem de hedef niteliğinde olan pay sahiplerinin etkinliğinin artırılmasında önemli aktörler olarak ön plana çıkmaktadırlar.

“ Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarına yaptığı katkı sadece finansal araçların profesyonel anlayışla yönetimi ile sınırlı bulunmamaktadır. Bunun yanı sıra gayrimenkul yatırımları gibi doğrudan büyümeyi sağlayan alanlardaki rolü de yadsınamaz boyuttadır. ”

Bu bağlamda yine CalPERS örneğine dönecek olursak, anılan fon 2007 yılında piyasa kapitalizasyonu 59 milyar dolar, kendi yatırımı ise toplam değerinin sadece %0.4'ü yani 265 milyon doları olan dünya devi ilaç şirketi Eli Lilly'nin genel kurulunda şirket yönetmeliklerini değiştirmek için basit çoğunluğu zorlayabilmekte, buna ilaveten piyasa kapitalizasyonu 500 milyar dolar, kendi yatırımı ise 3,5 milyar dolar olan mobilya üreticisi La-Z-Boy'u 2008 yılında yönetim kurulunun oluşumunda pay sahipliği dağılımını daha çok dikkate alan ve daha hesap verebilir bir yapılanma şekline dönüştürmeye ikna edebilmekte, piyasa değeri 800 milyon dolar ve kendi yatırımı ise 10 milyar dolar olan sağlık sektöründe üretici olarak yer alan Invacare Corporation'da ise bağımsız yönetim kurulu başkanı uygulamasını zorunlu kılabilir.

Doğaları gereği büyük montanlı ve uzun vadeli yatırımlar yapan kurumsal yatırımcılar, yatırım yaptıkları şirketlerin faaliyetlerini yakından takip etmekte, genel kurullarda ve hatta şirket yönetimlerinde söz sahibi olmaktadır. Bu sayede şirketler de, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının takibini yapan büyük yatırımcıların varlığını hissetmekte ve kurumsal yönetim uygulamalarını vazgeçilmez bir gereklilik olarak benimsemektedirler.

Şirket yönetimlerinde kurumsal yatırımcıların yönlendirici bir rol oynamaları emeklilik fonları açısından daha kolay ve uygulanabilir görülmektedir. Emeklilik fonlarının uzun vadeli hisse senedi yatırımı yapmaları, yatırım yaptıkları sektörleri daha yakından izlemelerini, şirket yönetimlerini ise çok daha uzun vadeli değerlendirmelerini zorunlu kılmaktadır.

Yaptıkları yatırımların tutarlarının yüksek olması şirketle ilgili herhangi bir problem ortaya çıktığında sahip oldukları hisse senetlerini satıp yatırımlarını likidite etme yöntemini bu fonlar için oldukça maliyetli hale gelmektedir. Öte yandan yukarıdaki örnekte açıklandığı gibi yatırım tutarı çok yüksek olmasa da yatırımdan çıkmanın yaratacağı piyasa sinyali yatırım yapılan şirketin itibarı açısından çok daha fazla önemli hale gelebilmektedir. Bu nedenle emeklilik fonları yatırımlarını elden çıkartmak yerine bu yatırımların uzun vadeli performansını artırmaya yönelik faaliyetlerde bulunmayı tercih etmekte, şirketler de bu yaklaşımla uyum içinde çalışmayı yeğlemektedirler. Kurumsal yönetime yönelik en önemli uluslararası düzenlemelerden biri olan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde de, kurumsal yatırımcıların rolüne ilişkin düzenlemeler

“ Yatırım yaptıkları şirketlerde iyi kurumsal yönetim uygulamalarını yaygınlaştırma görevini üstlenen kurumsal yatırımcılar kendi yatırımcılarını da unutmamalı, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne paralel olarak yatırım yaptıkları şirketlere yönelik kurumsal yönetim ve oy kullanma politikalarını düzenli olarak kendi yatırımcılarına ve kamuya açıklamalarıdır. ”

yer verilmiştir. Bu kapsamda söz konusu ilkelerde, kurumsal yatırımcıların pay sahipliğinde aktif bir rol üstlenmeleri, oy hakları dahil pay sahipliğinin gerektirdiği tüm haklarını etkin bir şekilde kullanmaları, ancak aynı zamanda adına vekil sıfatıyla hareket ettikleri yatırımcıları da gerek yatırım yaptıkları şirketlere ilişkin kurumsal yönetim ve oy kullanma politikaları gerekse oy kullanma haklarını etkileyebilecek nitelikteki çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik aldıkları tedbirler konusunda bilgilendirmeleri gerektiği ifade edilmektedir. Ayrıca, kurumsal yatırımcılar da dahil olmak üzere tüm yatırımcıların temel pay sahipliği haklarına ilişkin olarak birbirleriyle iletişim kurmalarına izin verilmesi gerektiği de ilkelerde önemle vurgulanmıştır.

Buna ilaveten, OECD tarafından 2007 yılında yayımlanan “Latin Amerika'da Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yatırımcılar” raporunda yer verilen temel öneriler arasında yine kurumsal yatırımcılar ve özellikle de emeklilik fonları ön plana çıkmaktadır. Raporda devlet, düzenleyici otoriteler ve diğer paydaşlar tarafından, emeklilik fonları ile diğer kurumsal yatırımcıların pay sahipliği fonksiyonlarını etkin ve bilgili bir şekilde yürütmelerinin teşvik edilmesi gerektiği hususu öneri olarak yer almaktadır. Buna paralel olarak, emeklilik fonları ile diğer kurumsal yatırımcıların pay sahipliği haklarını aktif bir şekilde kullanmalarının önündeki engellerin kaldırılması gerektiği de raporda önemle vurgulanmaktadır. Öte yandan yatırım yaptıkları şirketlerde iyi kurumsal yönetim uygulamalarını yaygınlaştırma görevini üstlenen kurumsal yatırımcılar kendi yatırımcılarını da unutmamalı, OECD Kurumsal Yönetim İlkelerine paralel

	Devlet Menkul Kıymetleri	Mali Kuruluşlar	Hisse Senetleri	Şirket Borçlanma Senetleri	Yatırım Fonları	Yabancı Menkul Kıymetler
Arjantin	% 50	% 40	% 50	% 40	% 20	% 10
Brezilya	Limit yok	% 20 - 80	% 35 - 50	% 20 - 80	% 20 - 80	% 10
Şili	% 40 - 80	% 40 - 80	% 0 - 80	% 30 - 60	% 0 - 40	% 30
Kolombiya	% 50	% 30	% 30	% 30	% 5	% 20
Meksika	-	% 10	% 15	% 5 - Limit yok	-	% 20
Peru	% 30	% 40	% 10 - 80	% 40	% 15	% 10.5
İngiltere	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok
Amerika	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok
Türkiye	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	% 10	Limit yok

Kaynak: OECD 2006 ve SPK

olarak yatırım yaptıkları şirketlere yönelik kurumsal yönetim ve oy kullanma politikalarını düzenli olarak kendi yatırımcılarına ve kamuya açıklamalarıdır. Raporda ele alınan bir diğer önemli husus ise, yatırım kısıtlamalarının kurumsal yatırımcıların aktif pay sahipliği önünde oluşturduğu engellerdir. Söz konusu engellere ilişkin olarak OECD ve Latin Amerika ülkeleri ile Türkiye'deki emeklilik fonlarının yatırım kısıtlamalarını ortaya koyan aşağıdaki tabloya baktığımızda, ülkemizin yatırım kısıtlamaları anlamında gelişmiş ülkeler seviyesinde olduğunu görmekteyiz.

Ülkemizde yatırımlara ilişkin genel sınırlamalar mevcut olmamakla birlikte, basiretlilik ilkesi çerçevesinde, fon varlıklarının %10'undan fazlasının bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılması ve fonun tek başına bir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %5'ine veya daha fazlasına, bir şirketin kurucusu olduğu fonların ise toplu olarak, bir ortaklıkta sermayenin ya da

tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olması engellenmiştir. Buna ilaveten mevcut düzenlemeler çerçevesinde emeklilik fonları, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı güdememekte ve yönetimde temsil edilememektedirler. Ancak mevzuatımızda kurumsal yatırımcıların genel kurullara katılmalarına yönelik engelleyici bir hüküm bulunmadığından, hali hazırda yatırımcı olarak genel kurullara katılmaları mümkündür.

Öte yandan OECD ile SPK tarafından yürütülen ve sonuçları 2006 yılı sonunda kamuoyuna duyurulan Kurumsal Yönetim Pilot Çalışmasında da, ülkemizde kurumsal yatırımcıların iyi şirket yönetimini zorlayabilecek bir yapıya kavuşturulmasının öneminden bahsedilmiştir. Bugüne kadar sermaye piyasalarımızdaki uygulamalardan görülen ise, genelde ülkemizde yatırımcı olarak yer alan yabancı fonların şirketlerin iyi yönetimi konusunda genel kurullar-

da daha aktif bir tutum izlediği, ülkemizde kurulu yatırım ve emeklilik fonlarının ise genel kurullara dahi katılmadıklarıdır.

Global piyasaların vazgeçilmez aktörleri olan kurumsal yatırımcıların gelişiminin, hem sermaye piyasalarımızın gelişimi hem de sermaye piyasalarımızdan finansman sağlayan şirketlerimizin iyi kurumsal yönetim uygulamalarının gelişimi için kilit rol oynadığının bilincinde bir düzenleyici otorite olarak SPK gerek kurumsal yatırımcılar tarafından oy hakkı ve diğer pay sahipliği haklarının aktif bir şekilde kullanımı, gerekse kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetim ve özellikle oy kullanma politikalarının düzenli olarak yatırımcılara duyurulması konularına ilişkin düzenleme yapma gereği hissettiğini açıklamıştır. Yapılacak düzenlemeler ile desteklenecek aktif pay sahipliği ilkesi ışığında gelişecek sermaye piyasalarımız, global finans piyasalarında hedeflediği yere ulaşmak için önemli bir adım daha atmış olacaktır.

Her uzmanlığın kaynağında yılların birikimi vardır.

Her uzmanlığın kaynağında yılların birikimi vardır. Dünya para ve sermaye piyasaları sürekli, süratli bir değişim içinde. Küresel dalgalanmaların etkilediği yatırımları akıl, öngörü ve başarıyla yönetmek uzmanlık gerektiriyor. Yönettiği varlıkların değeri 4.9 milyar YTL'yi aşan Türkiye'nin ilk ve öncü portföy yönetimi şirketi Garanti Portföy sizi deneyim ve birikiminden yararlanmaya çağırıyor.

Gelin, seçkin kurum ve bireyler için tasarladığımız portföy yönetimi ürünü ile siz de tanışın. Hedeflerinize, beklentilerinize özel bir stratejiyle varlıklarınıza birlikte değer kazandıralım.

Yatırım fonları yönetimi

Bireysel emeklilik fonları yönetimi

Portföy yönetimi

 **Garanti Portföy**

www.garantiportfoy.com.tr

Bütün Garanti Bankası şubelerinde

Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

Tüm sayısal veriler www.spk.gov.tr'den alınmıştır | Sayısal veriler 30/05/2008 tarihi itibarı ile verilmektedir.



Işinsu KESTELLİ
VOB Başkanı



Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda İşlem Hacmi Hız Kesmiyor!

Türkiye'nin ilk ve tek türev araçlar borsası olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) faaliyete geçtiği Şubat 2005'ten bu yana gerek bireysel, gerekse kurumsal yatırımcıların ilgi odağı olmuştur. Bu ilginin önümüzdeki dönemde de katlanarak artacağına inanıyoruz.

VOB'da reel sektörün ve finansal piyasaların ihtiyaç duyduğu hisse senedi endeksi, döviz, faiz sözleşmeleri ile pamuk, buğday, altın gibi emtiyaya dayalı vadeli işlem sözleşmeleri kote edilmektedir. VOB'da en çok işlem hacmine sahip sözleşmeler endeks ve döviz sözleşmeleridir. Hatta, İMKB-30 endeksine dayalı sözleşmemiz Türkiye'nin en likit finansal aracı haline gelmiştir.

Finansal piyasalarımızdaki ihtiyaca paralel olarak, yatırım, korunma ve arbitraj gibi farklı amaçlarla Borsamızda işlem yapan yatırımcı sayısı da artış göstermektedir. 2008 Mayıs ayı sonu itibarıyla müşteri sayımız %80,81'i yerli, %19,19'u yabancı olmak üzere 33.714'e ulaşmıştır. Kuru-

luşumuzda 34 olan üye sayımız, 21 Mayıs 2008 tarihi itibarıyla 84'e çıkarak Türkiye genelinde geniş bir yatırımcı ağına ulaşılması sağlanmıştır.

İşlem Hacminin Gelişimi

Geçen üç yılı aşkın süre içinde, VOB'daki gerek işlem hacmindeki gerekse açık pozisyon miktarındaki yukarı yönlü trend, yatırımcıların VOB'a ilgisinin son derece belirgin bir artış gösterdiğine işaret etmektedir. 2007 yılında toplam işlem hacmi bir önceki yıla göre 6 kattan fazla artarak 118 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Öte yandan, işlem hacmindeki hızlı büyümenin 2008 yılında da devam ettiği görülmektedir. 2007 yılının ilk beş ayındaki 27 milyar YTL'lik işlem hacmi, 2008'in aynı dönemine göre yaklaşık üç kat artışla yaklaşık 95 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Diğer bir deyişle, 2008'in ilk beş aylık döneminde, 2007 toplam işlem hacminin %80'ine ulaşılmıştır.

VOB uluslararası arenada da tanınırlığını arttıran bir borsadır. Uluslararası Vadeli İşlem Piyasası Birliği (FIA- Futures Industry Association) verilerine göre, VOB 2007 yılında adet bazın-

“Yabancı kurumsal yatırımcıların varlığı ve devamlılığı da ülkemiz sermaye piyasalarının güvenilirliği açısından önem taşımakta olup, yatırımcı tabanının genişlemesi ve uluslararası nitelikte sermaye akışı sağlanması açısından kritik öneme sahiptir.”

da %263'lük bir büyüme kaydetmiştir. Borsamız yine geçen yıl işlem hacmi bakımından dünya borsaları sıralamasında ise ilk elli borsanın içerisinde en hızlı büyüyen ikinci borsaya olmayı başararak 38. sıraya yerleşmiştir.

Yatırım Fonları İçin Yeni Fırsatlar

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 21 Ocak 2006 tarihinde yayınladığı tebliğ, yatırım fonlarının VOB'da işlem yapabilmesini mümkün hale getirmiştir. Bu tebliğ çerçevesinde, yatırım fonlarının portföyüne riskten korunma ve/veya yatırım amacıyla döviz, kıymetli madenler, faiz, finansal göstergeler ve sermaye piyasası araçları üzerine düzenlenmiş opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemlerinin dahil edilebileceği hükme bağlanmıştır.

VOB sözleşmeleri yatırım fonlarına ciddi avantajlar sağlamaktadır. Öncelikle, VOB sözleşmeleriyle uygulanabilen farklı yatırım stratejileri sonucunda, daha yüksek gelir elde etme imkanı ortaya çıkmaktadır. Kaldıraç etkisi sayesinde, geleneksel yatırım araçlarının sunduğundan çok daha yüksek düzeyde getiri sağlamak ve fon portföy değerini

yükseltmek mümkün hale gelmiştir. Diğer önemli bir husus ise, yatırım fonlarının dalgalı bir seyir izleyen ülkemiz finansal piyasalarında çeşitli risklere maruz kalmalarıdır. Bu kapsamda, yatırım fonlarının portföylerinde korunma amaçlı türev araç bulundurmaları piyasadaki fiyat belir-

sizliklerinin getireceği risklerin yönetilmesinde bir ihtiyaç halini almıştır. Bu çerçevede yatırım fonlarının VOB'da vadeli işlem sözleşmeleri alıp satarak, söz konusu riskleri yönetmeleri ve transfer etmeleri kolaylaştırılmıştır.

VOB'da Yeni Açılımlar

Opsiyonların da kote edilmesine imkan tanıyacak daha fonksiyonel yeni bir işlem sistemine geçilmesi Borsamızın en önemli projeleri arasında yer almaktadır. Buradaki hedef tarihimiz 2009 sonudur. Opsiyonların organize bir borsada işlem görmeye başlaması Türkiye'deki fon sektörünün yatırım ve riskten korunma olanaklarını artırmaktadır.

Ayrıca işlem hacmi çok fazla olmayan emtia sözleşmelerinde piyasanın canlandırılması amacıyla piyasa yapıcılığı sistemine geçilmesi ve spot emtia borsalarıyla ortak çalışmaların yapılması gündem maddelerimiz arasındadır. Piyasa yapıcılığı sistemine ilk olarak pamuk kontratında geçmeyi planlıyoruz ve bu 2008 yılı projelerimiz arasındadır. Diğer yandan, hisse senetlerine, gecelik faiz oranına ve enflasyon oranına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin VOB'da işlem görebilmesi için gerekli çalışmalar da sürdürülmektedir. Özellikle hisse senetlerine dayalı vadeli sözleşmeler, ülkemizdeki fon sektörüne hem mevcut fonlarda işlem çeşitliliği getirecek hem de short-long fonlar, 130/30 fonları gibi günümüzde yurtdışında oldukça popüler fonların ülkemizde de kurulmasının önü açılacaktır.

VOB ülke ekonomisine sağlaması gerektiği ekonomik faydanın bilincinde olarak önümüzdeki dönemde de gerek kurumsal gerekse bireysel yatırımcılara yeni fırsatlar sunmaya devam edecektir. Bu bağlamda VOB olarak, VOB-TKYD arasındaki işbirliği ve sinerjiyi çok önemsemekteyiz.

“VOB ülke ekonomisine sağlaması gerektiği ekonomik faydanın bilincinde olarak önümüzdeki dönemde de gerek kurumsal gerekse bireysel yatırımcılara yeni fırsatlar sunmaya devam edecektir. Bu bağlamda VOB olarak, VOB-TKYD arasındaki işbirliği ve sinerjiyi çok önemsemekteyiz.”





Bu yıl SPK tarafından Bankalar'ın, Portföy Saklama Kuruluşu olarak faaliyet göstermelerine izin verildi. Geçiş aşamasında Portföy Yönetimi Şirketleri, Yatırım Fonları, Emeklilik Fonları ve Yatırım Ortaklıkları dışında yönettikleri bireysel portföylere ait varlıkların saklanması hizmetini, Portföy Saklama Kuruluşu faaliyetine başlama yetkisi almış olan bankalardan sağlayacaklar.

“Kurumsal Yatırımcı”nın ikinci sayısında Portföy Saklama Kuruluşları'nın faaliyetlerini kapak konularından biri olarak belirledik.

Bu amaçla, saklama kuruluşu izni alan kurumlardan **İŞ BANKASI, FİNANSBANK** ve **AKBANK** konu ile ilgili sorularımızı cevaplandırdı.

Türkiye'de Saklama Bankaları

Türkiye Sermaye Piyasaları kurumlarına 2008 yılından itibaren “Saklama Bankaları da eklendi. SPK yıl başında yalnızca kurumsal portföy yönetmek üzere kurulan Portföy Yönetim Şirketleri hariç olmak üzere mevcut durumda kuruldan portföy yöneticiliği yetki belgesi almış olan Portföy Yönetim Şirketleri'nin 28.01.2008 tarihinden itibaren 1 yıl içerisinde Seri:V, No: 59 sayılı “Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği”nin 8. maddesinin birinci fıkrasının (d) bendi kapsamında bir portföy saklama kuruluşu ile sözleşme imzalamasının zorunlu tutulmasına karar verdi. Bu kararın çıkmasının ardından İş Bankası, Akbank, Finansbank ve ING Bank SPK'dan Portföy Saklama Kuruluşu olarak izin aldı. Geçiş aşamasında 28.01.2009 tarihine kadar Portföy Yönetim Şirketleri Yatırım Fonları, Emeklilik Fonları ve Yatırım Ortaklıkları dışında yönettikleri bireysel portföylere ait varlıkların saklanması hizmetini Portföy Saklama Kuruluşu faaliyetine başlama yetkisi olan bankalardan alacaklar. Yazımızda saklama faaliyeti yetkisini alan kurumlardan İş Bankası, Finansbank ve Akbank konuya ilişkin Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını yanıtladılar.

Türkiye’de Saklama Bankaları - 1

TÜRKİYE § BANKASI

Saklama Bankası unvanı Türkiye’de çok yeni, bu yeni kurum ülkemiz sermaye piyasalarına ne sağlayacak?

Esasen Saklama Bankacılığı yıllardır İş Bankası da dahil olmak üzere, birkaç banka tarafından yurtdışında yerleşik yatırımcılara özel bir hizmet olarak verilmekte idi. Bu kapsamda, yurtdışında yerleşik yatırımcıların kıymetlerinin güvenli bir ortamda saklanması yanı sıra nakit yönetimi ile ilgili verilen hizmetler başta olmak üzere, saklamaya konu kıymetler ile ilgili sermaye hareketlerinin takibi, bu konuda yatırımcıların bilgilendirilmesi, yatırımcı adına genel kurula katılma ve oy kullanma, eski vergi sisteminde “daimi temsilci” sıfatı ile, yeni vergi sisteminde ise vergi sorumlusu olarak vergisel işlemlerin takibi ve yatırımcıların Türk piyasalarında gerçekleşen her türlü finansal ve mevzuata ilişkin gelişmeler hakkında bilgilendirilmesi saklama bankalarının verdiği hizmetler arasında yer almaktadır.

Yeni düzenleme, “saklama bankacılığı”nı halihazırda yurtdışında yerleşik yatırımcılara verilmekte olan saklama hizmetini farklılaştırılarak Portföy Yönetim Şirketleri’nin bireysel müşteri portföylerine sunulacak bir hizmet kapsamında tanımlamak ve bu çerçevede SPK tarafından verilen bir unvan olarak belirlemektedir. SPK’nın, yayınladığı ilke kararı ile belirlediği kriterleri sağlayan alt yapısı sayesinde bu unvana uygun bulunduğu ilk kurum Bankamız olmuştur.

Sermaye piyasaları kurumları arasına eklenen “Saklama Bankaları”nın piyasaya en önemli katkıları, bireysel müşteri varlıklarının güvenli bir şekilde saklanmasını sağlayacak olmalarıdır. Bununla birlikte, konusunda uzman çalışanlar tarafından daha efektif bir şekilde yapılacak olan “trade” sonrası işlemlerin “Teslim Karşılığı Ödeme” (DVP) ilkesi çerçevesinde gerçekleştirilecek olması da Saklama Bankacılığı faaliyetlerinin ana kriterlerinden biridir. Saklama Bankacılığı faaliyeti kapsamındaki işlemlerin Teslim Karşılığı Öde-

“ Bir kontrol mekanizması olarak Saklama Bankaları’nın varlığı da, yatırımcıların portföy yöneticiliğine duydukları güveni artırarak portföy yönetimine aktarılan fonlarda artışa sebep olacaktır. ”

me ilkesine göre gerçekleştirilmesi ancak Takasbank tarafından sunulmakta olan Şartlı Virman Sistemi’nin kullanımı ile mümkün olabilecektir. Bu çerçevede, işlem takaslarının özellikle şartlı virman sistemi kullanılarak yapılması sebebiyle işlem hacminin de dolayısıyla artacağı düşünülmektedir.

Diğer taraftan, saklama bankacılığı sunabilmek adına SPK tarafından belirlenen kriterlerin sağlanabilmesi için birçok banka, sistemlerinde ciddi değişiklik ve yeniden yapılanmaya gitmiştir. Bu çerçevede şimdiki kadar yapılan ve bundan sonra yapılacak olan tüm düzenlemeler özellikle saklama bankalarının takas sistemlerinin tam otomasyonuna yönelik olmuştur ki, bu da, kısa vadede olmasa da, takas maliyetlerini düşürebilecek bir etkiye sahiptir.

Riskin dağıtılması amacı ile sisteme kazandırılan saklama bankalarının piyasaya en önemli katkısının ise, bu bankaların verdiği güven ile, yatırımları için portföy yönetim şirketleri ile çalışma konusunda tereddüt yaşayan yatırımcıların da varlıklarını deneyimli ve uzman portföy yöneticilerine rahatlıkla emanet edebilecek olmalarıdır ki bu da hem işlem hacimlerini artıracak bir etkidir hem de doğacak ihtiyaç ile Türk şirketlerinin halka açıklık ora-

nın artması dahil, tüm sermaye piyasalarında bir canlılık yaratacaktır.

Bu faaliyeti sağlamak üzere Bankanız özelinde ne tür bir yapılanma gerektiği ve kimlere ne tür hizmetler sunmayı planlamaktasınız?

Bankamız “yatırım hesabı” sistemi VOB enstrümanları dahil tüm sermaye piyasası araçlarının saklanması imkan tanıyan gelişmiş bir yapıya sahiptir. Ancak, SPK tarafından belirlenen kriterlerin karşılanabilmesi için yeni bir yazılım ihtiyacı duyulmuştur. Şubat 2008’de yazılımını tamamlamış olduğumuz yeni sistemimiz bütünüyle bir İş Bankası grubu ürünü olup tüm saklama faaliyetlerini ve gereksinimleri karşılayacak şekilde tasarlanmış olduğundan saklama hizmetine ihtiyaç duyan her büyüklükte ve yapıda portföy yönetim şirketine hizmet vermeyi planlamaktayız.

Bankamızdan saklama hizmeti alacak olan portföy yönetim şirketlerinin bireysel müşterilerine ait yerli ve yabancı kıymetlerin, ilgili merkezi veya yerel kurumlarda saklanması yanı sıra, müşteri bazında, havuz bazında ve portföy yönetim şirketi bazında kıymet – nakit hareket raporları, bakiye raporları anlık olarak sağlanabilecek olup portföy yönetim şirketlerinin ihtiyaç duymaları halinde sistemimizden alınan raporlar kendilerine data disketleri ile aktarılacaktır. Saklamaya konu kıymetler ile ilgili temettü dağıtımları, bedelli veya bedelsiz sermaye artırımları gibi tüm sermaye hareketleri sistem tarafından otomatik olarak izlenebilecektir. Portföy yönetim şirketlerinden disket formatında alınacak bilgiler sistemimize otomatik olarak aktarılacağından, operasyon riski minimum seviyede olacaktır. Portföy yönetim şirketlerinin bireysel müşterilerine ait bilgilere Bankamızın diğer birimlerinin ulaşabilmesini engelleyen yeni sistem ile SPK tarafından talep edilen “Chinese Wall” kuralı bütünüyle karşılanabilmektedir. Takas işlemlerinin müşteri adına “Teslim Karşılığı Ödeme”

(DVP) ilkesi çerçevesinde gerçekleştirilebilmesine imkan tanıyan sistem takas için gerekli bilgileri Takasbank ve MKK sistemlerine elektronik ortamda aktaracak olup bu konuda da operasyonel risk minimum seviyededir.

Bugün faaliyetlerin sağlıklı yürütülmesi veya mevzuat açısından yapılması gerekli gördüğünüz düzenlemeler nelerdir?

Bu konuda dikkat edilmesi gereken önemli husus, alınan kararların ve yapılan düzenlemelerin "portföy yönetimi" kavramı ile çelişmeyecek şekilde yapılmasıdır. Yatırımcıların varlıklarını portföy yöneticilerine teslim etmelerinde birkaç önemli etken bulunmaktadır; uzman portföy yönetimi, riskin dağıtılması, farklı enstrümanlara yatırım yapabilme imkanı v.s. Hangi sebeple olursa olsun, yatırımcıların büyük kısmı portföy yönetimince yapılan yatırımlar hakkında kendilerinden de onay alınmasını istemeyeceklerdir. Saklama bankalarından talep edilen kontroller nedeniyle yatırımcı onayı istemek takas süreçlerinin uzamasına neden olacaktır. Bu konudaki düzenlemelerde esneklik sağlanmalıdır. Mevzuat ile ilgili diğer önemli husus ise saklama bankası dışında tutulan varlıklar ile ilgili düzenlemelerin netleştirilmesi gerekliliğidir. Yurtdışı piyasalarda alınan vadeli işlem pozisyonlarının saklanmasının mümkün olmaması nedeniyle bu pozisyonların takibinin de saklama bankaları tarafından yapılamayacağı açıktır. Bu konuda saklama bankalarının sorumluluğunun portföy yönetim şirketlerinden alınacak bilgiyle sınırlı olacağı açıkça düzenlenmelidir.

Bununla birlikte, diğer bankalarda yapılacak mevduat işlemlerinin de saklamaya konu varlıklar içinde görülmeye devam etmesi durumunda da saklama bankalarının sorumluluğunun portföy yönetim şirketlerinden alınacak bilgiyle sınırlı olacağı açıkça düzenlenmelidir.

SPK tarafından yayınlanan ilgili tebliğler ve duyurularla saklama bankalarının sorumlulukları ve kontrol yükümlülükleri geniş bir şekilde açıklanmaktadır. Ancak, portföy yönetim şirketlerinden alınan bilgi veya belgelerde eksiklik veya

hata olması ve ya portföy yönetim şirketlerinin kusurlarının fark edilmesi durumunda saklama bankalarının ne yapması gerektiği konusunda bir açıklama yapılmamıştır. Söz konusu durumların ortaya çıkması halinde saklama bankaları tarafından nereye ve ne şekilde bildirim yapılacağı açıklığa kavuşturulmalıdır.

Yabancı ülkelerdeki benzerleriyle karşılaştırıldığında, faaliyetler açısından ne gibi farklar söz konusu?

En önemli fark, "global saklama bankaları"nın, müşterilerinin kıymetlerini saklamak amacıyla diğer kurumlarda, yasal bir gereklilik olmaması durumunda, sadece kendi adlarına hesaplar açtırarak, tüm müşteri varlıklarını bu havuz hesaplarda tutuyor olmasıdır. Müşteri detaylarını sadece kendi kayıtlarında takip eden saklama bankaları, hesaplarda bulunan kıymetlerin güvenli bir şekilde saklanması yanı sıra hesaplarda tutulan kıymetlerin para piyasalarında değerlendirilmesi, talep halinde farklı para birimlerine dönüştürülmesi, bankalar arası para transferleri gibi nakit yönetimi işlevlerini de gerçekleştirilmektedir. Saklamaya konu kıymetler ile ilgili temettü dağıtımları, bedelli veya bedelsiz sermaye artırımları, senet bölünmesi, kupon ödemesi, itfa gibi sermaye hareketlerinin takibini ve hesaplara yansıtılmasını gerçekleştiren saklama bankaları ayrıca vergisel konularda da yatırımcılara destek sağlamaktadırlar.

Yurtdışındaki uygulamalar da ülkelere göre değişiklikler göstermektedir. Bazı ülkelerde saklama bankası zorunluluğu Türkiye'deki gibi bireysel yatırımcılar ile kısıtlı iken, bazı ülkelerde hem bireysel hem de kurumsal yatırımcıların portföy yönetimine konu varlıklarının saklama bankaları tarafından saklanması zorunluluğu bulunmaktadır.

Bazı ülkelerde saklama bankaları mevduat kabul etmeyen kurumlar iken, bazı ülkelerde Türkiye'de olduğu gibi bu konuda bir kısıtlama bulunmamaktadır. Benzer farklılık, saklama bankalarının sermaye yeterliliklerinde de görülmektedir. Öte yandan, bazı ülkelerde saklama bankaları için sadece bu işlevi kapsayan ayrı bir sigorta zorunluluğu da getirilmiştir.

Ülkemizde önümüzdeki beş yılda bu faaliyet kolunun ne şekilde gelişmesini beklemektesiniz?

AB'ye uyum sürecinde izlenen politikaların hedefine ulaşması ile ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması halinde reel faizlerin ve kamu borçlanma gereğinin düşmesi ve bununla birlikte kişi başına milli gelirin artması arzu edilen ve beklenen sonuçlardır. Tüm bunların gerçekleşmesi ve tasarruflarda artışın sağlanması halinde, uzman portföy yönetimine olan ihtiyaç artacaktır. Gelişmiş piyasalarla karşılaştığımızda ülkemizde uzman portföy yönetimine aktarılan fon miktarı oldukça düşük seviyelerdedir. Ekonomik konjonktürdeki iyileşme neticesinde portföy yönetimi konusunda atıl durumda olan yüksek potansiyelin işlem hacimlerini artırması beklenmektedir. Bununla birlikte, bir kontrol mekanizması olarak saklama bankalarının varlığı da, yatırımcıların portföy yöneticiliğine duydukları güveni artırarak portföy yönetimine aktarılan fonlarda artışa sebep olacaktır.

Ancak, saklama bankalarına ödenecek komisyon nedeniyle daralacak olan kar marjlarının yanı sıra, AB uyum sürecinde izlenen program, düşüş trendindeki reel faizler, portföy yönetimine dahil olacak yerli ve yabancı yatırımcılara ait varlıklardaki artış, portföy yönetim şirketlerini, müşteri portföylerinin getirilerini artırmak adına, daha farklı yatırım arayışlarına itecektir. Bu da, piyasamızdaki enstrüman çeşitliliğini artıracak bir etki yaratabilir. Ayrıca, portföy yönetimine dahil olan yatırımlardaki artışın, şirketlerin fon ihtiyaçlarını karşılayacağı düşüncesiyle, halka arzlarda artış görülebilir ki bu da aracı kurumlar adına pozitif bir gelişme olacaktır.

Diğer taraftan, saklama bankalarının artan iş hacimlerinin, takas sistemlerinde otomasyon ihtiyacını daha da artıracığı açıktır. Doğacak gereksinimi karşılayacak düzenlemelerin, piyasamız takas sistemlerinde "Straight Through Processing" yolunda gelişmeleri de beraberinde getirmesi beklenmektedir.

Türkiye’de Saklama Bankaları - 2



“ Saklama lisansı alan dört bankanın da katkıları ile sektörün her açıdan gelişeceğini umut etmekteyiz. Uygulama genişledikçe saklamacı kurumlar ve onlarla çalışan portföy yönetim şirketlerinin çalışma şartları net olarak belirlenecektir. ”

Saklama Bankası ünvanı Türkiye’de çok yeni, bu yeni kurum ülkemiz sermaye piyasalarına ne sağlayacak?

Ülkemizdeki portföy yönetimi faaliyetlerinin güvenli şekilde gelişimi açısından saklama hizmetlerinin güçlü alt yapı ve kontrol sistemlerine sahip bankalar tarafından verilmesi önemli faydalar sağlayacaktır. Bankamız bu konunun bilincinde olarak saklama bankası hazırlık faaliyetlerini sonuçlandırmış ve saklama bankası lisansı alan ilk dört banka içinde yer almıştır. 1.7.2008 tarihi itibarıyla de Finans Portföy Yönetimi A.Ş müşterilerine saklama hizmeti verilme-ye başlanması planlanmaktadır.

Bu faaliyeti sağlamak üzere Bankanız özelinde ne tür bir yapılanma gerekti ve kimlere ne tür hizmetler sunmayı planlamaktasınız?

Mevcut SPK düzenlemeleri paralelinde grubumuzun IT firması olan IBTech tarafından yeni bir saklama programı yazılmıştır. Ayrıca, Operasyon Bölümümüz bünyesinde gerekli gizlilik ve kontrol ortamını sağlayacak şekilde yeni bir saklama birimi kurulmuş ve yeterli sayıda deneyimli personel ataması yapılmıştır. Tüm alt yapı hazırlıkları tamamlanarak, iş akışlarımız oluşturulmuştur. Kurduğumuz yapı sadece grubumuzda yer alan portföy yönetim şirketine değil, gerekli gizlilik ve teknik alt yapı koşulları sağlanarak diğer portföy yönetim şirketlerine de hizmet verecek şekilde oluşturulmuş-

“ Saklama faaliyetlerinin güçlü alt yapı ve kontrol sistemlerine sahip bankalar tarafından yürütülmesi ile birlikte portföy yönetim şirketlerinin sayılarının artarak, güçleneceklerini düşünmekteyiz. ”

tur. SPK’nın Seri V ve 59 sayılı Tebliği gereğince tüm portföy yönetim şirketlerinin 28.1.2009 tarihine kadar bir saklamacı kurum ile saklama sözleşmesi imzalaması zorunlu tutulmuştur. Talep gelmesi halinde diğer portföy şirketlerine de saklama hizmeti vermeyi planlamaktayız. Zaman içinde iyi bir saklamacı kurum ile çalışan portföy yönetim şirketlerinin gerek hizmet kalitesi, gerekse işleyiş açısından piyasada öne çıkacağını düşünmekteyiz.

Bugün faaliyetlerin sağlıklı yürütülmesi veya mevzuat açısından yapılması gerekli gördüğünüz düzenlemeler nelerdir?

Saklama faaliyeti ile ilgili hazırlıklar SPK yetkilileri ve sektördeki diğer kuruluşlar ile yakın diyalog ve işbirliği içerisinde yürütülmüştür. Çalışmalar sırasında or-

taya çıkan ihtiyaçlar paralelinde düzenlemeler detaylandırılarak, geliştirmeler yapılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş olan mevzuat hükümlerine uyumda herhangi bir sorun çıkacağını düşünmüyoruz. Saklama lisansı alan dört bankanın da katkıları ile sektörün her açıdan gelişeceğini umut etmekteyiz. Uygulama genişledikçe saklamacı kurumlar ve onlarla çalışan portföy yönetim şirketlerinin çalışma şartları net olarak belirlenecektir.

Yabancı ülkelerdeki benzerleriyle karşılaştırıldığında, faaliyetler açısından ne gibi farklar söz konusu?

Alt yapı ve işleyiş olarak yabancı ülkelerde bulunan saklamacı kuruluşlarla ülkemizdeki saklamacı kuruluşlar arasında ilgili ülkeye ait yasal zorunlulukların uygulamasında farklılıklar bulunmaktadır. Söz konusu farkların da özellikle AB uyum sürecinin ilerlemesi ile beraber asgari düzeye ineceğini tahmin ediyoruz.

Ülkemizde önümüzdeki beş yılda bu faaliyet kolunun ne şekilde gelişmesini beklemektesiniz?

Saklama faaliyetlerinin güçlü alt yapı ve kontrol sistemlerine sahip bankalar tarafından yürütülmesi ile birlikte portföy yönetim şirketlerinin sayılarının artarak, güçleneceklerini düşünmekteyiz. Saklama hizmetini daha kaliteli veren bankalar için de önümüzdeki yıllar da yeni iş olanaklarının ortaya çıkması beklenmektedir.

Türkiye’de Saklama Bankaları - 3

AKBANK

“ Saklama kuruluşlarının, ilgili Tebliğde belirlenen şartları taşıyan ve SPK’dan gerekli faaliyet izni almış “Bankalar” olarak belirlenmiş olması, yatırımcıların sisteme olan güvenini maksimum düzeyde tutma niyetinin yanı sıra, bireysel yatırımcının PYS’nin dışında, mali yapısı güçlü bir saklama kuruluşundan sağlıklı, düzenli bilgi almasının sağlanması ve bir anlamda düzenleyici adına önemli bir gözetim görevi üstlenmesi amaçlarına yöneliktir. ”

1.Saklama Bankası unvanı Türkiye’de çok yeni, bu yeni kurum ülkemiz sermaye piyasalarına ne sağlayacak?

Kavrama esasen, konuyu düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayımlanan Seri V, No:59 sayılı “Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği”nin 18.madde başlığında “Saklama Kuruluşları” olarak yer verilmekle birlikte, aynı maddede “Portföy saklama kuruluşları; portföy yönetim şirketi (PYS) müşterilerine ait finansal varlıkların saklanması, kayıtlarının tutulması, varlık ve nakit hareketlerinin idaresi ve kontrolü faaliyetlerini yürüten ve Tebliğin 19 maddesinde belirtilen nitelikleri taşıyan Bankalar” olarak tanımlanmaktadır.

Saklama kuruluşunun (bankasının) görevi, söz konusu düzenleme çerçevesinde PYS’ler tarafından yönetilen ve kurumsal nitelik taşımayan, bireysel (gerçek-tüzel kişi) müşterilerin varlıklarının saklanmasına yöneliktir.

Saklama kuruluşlarının, ilgili Tebliğde belirlenen şartları taşıyan ve SPK’dan gerekli faaliyet izni almış “Bankalar” olarak belirlenmiş olması, yatırımcıların sisteme olan güvenini maksimum düzeyde tutma niyetinin yanı sıra, bireysel yatırımcının PYS’nin dışında,

mali yapısı güçlü bir saklama kuruluşundan sağlıklı, düzenli bilgi almasının sağlanması ve bir anlamda düzenleyici adına önemli bir gözetim görevi üstlenmesi amaçlarına yöneliktir. Bunlarla beraber saklama bankalarının, mali açıdan da önemli bir görev üstlenerek özellikle stopaj vergisi açısından vergi toplama işlevini de merkezi olarak yerine getirdiklerini görmekteyiz.

Ülkemiz uygulaması da gelişmiş ülkelerde genellik arz eden kuvvetler ayrılığı ilkesi paralelinde portföy yöneticisi ile saklayıcının ayrıştığı, yukarıda belirtilen görev ve sorumlulukları taşıyan custodian işleviyle paralellik göstermektedir.

Makro ekonomik açıdan ülkemizdeki tasarrufların yetersizliğinden bahsedilmektedir. Olaya, PYS’ler tarafından yönetilen portföy büyüklükleri açısından baktığımızda da sıralamamız bir çok Avrupa ülkesinin gerisindedir. Mayıs 2008 sonu itibarıyla PYS’lerce yönetilen toplam fon büyüklüğü 30,9 Milyar YTL olup, bu tutarın yalnızca 2,3 Milyar YTL’lik kısmı bireysel nitelikteki müşterilere aittir (28,6 Milyar YTL’lik kısım yatırım ve emeklilik fonlarıdır). Yukarıda özetlediğimiz işlev ve sorumluluklara sahip saklama bankaları, yatırımcı güveninin ve şeffaflığın artması sayesinde, ülkemiz-

deki toplam tasarruf miktarının büyümesine ve sermaye piyasasında derinleşmenin sağlanmasına pozitif katkı sağlayacaktır.

2.Bu faaliyeti sağlamak üzere Bankanız özelinde ne tür bir yapılanma gerektiği ve kimlere ne tür hizmetler sunmayı planlamaktasınız?

Kurumsal Yatırımcılar Derneği’nin koordinasyonu ile oluşturulan çalışma grubunda görev alarak SPK’nın mevzuat oluşturmasına katkıda bulduk. SPK’nın konuya ilişkin düzenlemelerinden sonra, gerekli altyapıyı hazırlamak üzere konuyu bir proje disiplini içinde ele aldık ve bu hizmeti veren ilk banka olmak istedik.

BDDK’dan aldığımız şube açılış izni ve SPK tarafından öngörülen hazırlıkları tamamlamamızın ardından yaptığımız başvuru sonrası, Şubat 2008 ayı başında saklama kuruluşu olarak faaliyet göstermek üzere gerekli izni aldık. SPK düzenlemeleri paralelinde Chinese – Wall prensibine göre, portföy saklama hizmetini verecek olan birimimizin rutin banka operasyonlarından ayrılarak, yapılacak işlemlerin gizlilik esası içinde ayrı bir ekip tarafından yürütülmesi amacıyla, Hazine ve Sermaye Piyasaları Operasyon Bölümümüze bağlı Portföy Saklama

Şubemizi oluşturduk.

Yegane görevi bireysel portföy yönetimine konu varlıkların saklaması olan Portföy Saklama Şubemiz, operasyon ve kontrol olmak üzere iki servis ve konusunda uzman, gerekli SPK lisanslarına sahip 6 kişilik bir ekiple hizmet vermektedir.

Akbank olarak PYŞ'lerle imzaladığımız saklama hizmet çerçeve sözleşmesinde, müşteri bilgilerinin güvenliğinin sağlanacağına ve ilgili/yetkili makamlar dışında, Bankamız içindeki diğer birimlerle dahi paylaşılmayacağına dair taahhütte bulunmaktayız. Ayrıca, Bankamız müşterilerinin varlıkları ile bizden saklama hizmeti alan müşteri varlıklarını ayırttırmaya yönelik olarak Merkezi Kayıt Kuruluşu'ndan (MKK) ayrı bir üye kodu aldık. Portföy saklama müşterilerimizin MKK'da saklanan varlıklarını bu üye kodu ile ayrıca izlemekteyiz.

Akbank olarak amacımız, kardeş kuruluşumuz olan Ak Portföy Yönetimi A.Ş.'nin yanı sıra, bu sektörde faaliyet gösteren bütün PYŞ'lere saklama bankası olarak hizmet sunmaktır. Bu kapsamda Portföy Saklama Şubemizde saklama hizmeti vereceğimiz belli başlı ürünleri;

- Hazine Bonosu ve Tahvil (YTL, Döviz, Eurobond, özel sektör tahvili vb.),
- Yatırım Fonu, yurtdışı ihraçlı fonlar (Akbank aracılığı ile alınıp satılması koşulu ile)
- Borsa Para Piyasası, Repo, Mevduat (YTL, Döviz) ve FX,
- Kıymetli maden (YTL, Döviz-Akbank aracılığı ile alınıp satılması koşulu ile),
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda işlem gören kontratlar (Akbank aracılığı ile alınıp satılması koşulu ile).
- Hisse Senedi (YTL, Döviz)

şeklinde belirtebiliriz. Ayrıca müşterilerimize, kişisel şifreleriyle ulaşarak istedikleri an portföy durumlarını gö-



Portföy Saklama Şubesi olarak misyonumuz, tasarruf sahiplerinin PYŞ'lere yönetilmek üzere teslim ettikleri varlıklarını, sözleşmemizde de taahhüt ettiğimiz şekilde güvenle saklayarak, hem düzenleyici otorite, hem PYŞ ve hem de müşterilerin ihtiyaçlarını hızlı, etkin, kaliteli hizmet vererek karşılamaktır.

rüntüleyebilecekleri internet kanalı ile erişim hizmeti de sunmaktayız.

Ayrıca, bu alana yatırım yapan banka olarak, SPK'nın 2008/5 sayılı haftalık bülteninde yayımlanan "...Kurulumuzdan yetki belgesi almış olan portföy yönetim şirketlerinin 28.01.2008 tarihinden itibaren bir yıl içerisinde ... bir portföy saklama kuruluşu ile sözleşme imzalamasının zorunlu tutulması..." kararı paralelinde, 28.01.2009

tarihinde dolacak süre sona ermeden PYŞ'lerin müracaatlarını beklemekteyiz.

Portföy Saklama Şubesi olarak misyonumuz, tasarruf sahiplerinin PYŞ'lere yönetilmek üzere teslim ettikleri varlıklarını, sözleşmemizde de taahhüt ettiğimiz şekilde güvenle saklayarak, hem düzenleyici otorite, hem PYŞ ve hem de müşterilerin ihtiyaçlarını hızlı, etkin, kaliteli hizmet vererek karşılamaktır.

3. Bugün faaliyetlerin sağlıklı yürütülmesi veya mevzuat açısından yapılması gerekli gördüğünüz düzenlemeler nelerdir?

Saklama kuruluşu görev alanının, Avrupa Birliği (AB) tarafından yayımlanan ve kısa adı UCITS olarak ifade edilen "Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities-Devredilebilir Menkul Kıymet Müşterek Yatırım Fonu Girişimleri" olarak adlandırılan düzenlemede bahsedilen saklamacı kuruluş statüsünü içerecek şekilde genişletilmesini önermekteyiz. Bunu kısaca, UCITS ve benzeri fonların saklamasının da SPK'dan lisans almış saklama kuruluşlarınca yapılması şeklinde ifade edebiliriz.

Bu konudaki hizmet kalitesini geliştirmiş ülke uygulamaları düzeyine getirebilmek amacı ile uygun bir geçiş süreci sonunda saklama kuruluşlarının sorumlulukları arasına, müşterilerin PYS'lere verdikleri yatırım stratejileri talimatlarına uygunluğun kontrolü ile PYS'nin müşterilerden tahsil edecekleri performans primi hesaplama kontrol sorumluluğunun da eklenmesi söz konusu olabilir. Müşteri yatırım portföyüyle ilgili çeşitli rapor, karşılaştırma ve analiz raporlarının üretilmesini de bu kapsamda düşünebiliriz. Ancak, bu sorumluluk için bir sistem yatırımının yapılması ve maliyetinin de PYS'ye/veya müşteriye yansıtılması söz konusu olacaktır. Henüz yolun başında ve oldukça küçük hacimli bir müşteri portföyüne hizmet etmeye başlayan saklama bankaları için, bunun erken olduğunu düşünüyoruz.

4. Yabancı ülkelerdeki benzerleriyle karşılaştırıldığında, faaliyetler açısından ne gibi farklar söz konusu?

Bireysel Portföy yönetimi açısından baktığımızda temel fonksiyonlar açısından önemli bir farklılık görmüyoruz. PYS, yönetim görevini yerine getirdikten sonra, saklamacı kuruluş

“ Yeni SPK taslağında yer aldığını öğrendiğimiz, portföy yönetim şirketlerine fon kurma izni verilmesi ile birlikte, bu fonların da “yetkili” saklama bankalarından hizmet alacaklarını varsayarak, bu alandaki gelişmelerin saklama bankalarını önemli gelir kazandıran merkezler haline getireceklerini öngörüyoruz. ”

varlıkların saklanması konusunda devreye girmekte, bir taraftan müşterinin bilgilendirilmesi öte yandan gözetim görevini yerine getirmektedir.

Temel farkın kapsam alanında kendisini gösterdiğini, Ülkemiz açısından çok yeni olan bu uygulamada sorumluluk üstlenen saklama bankalarının rolünün bireysel portföy yönetimiyle sınırlı kalırken, global olarak niteleyeceğimiz saklamacı kurumların çeşitli alanlarda hizmet verdiğini görmekteyiz. Nitelikli yatırımcı olarak niteleyebileceğimiz gruplara verilen klasik operasyon hizmetinin yanı sıra, müşterilerin ilgi duydukları piyasalara ilişkin çeşitli araştırmalar, karşılaştırmalı portföy ve performans analizleri, uzman görüşlerini içeren çok çeşitli raporlar sunduklarını izliyoruz. Gerktiğinde bu tür ihtiyaçları müşteri özelinde ihtiyaca göre yeniden dizayn etme kabiliyeti verilen hizmetin kalitesini gösteren unsurlardan biri olmaktadır.

5. Ülkemizde önümüzdeki beş yılda bu faaliyet kolunun ne şekilde gelişmesini beklemektesiniz?

Finans piyasamıza yeni giren saklamacı banka kavramı önemini giderek artıracaktır. Bu gelişimin pozitif yönde olacağını, gelişim hızı ile Ülkemizdeki istikrar, büyüme hızı, kişi başına düşen GSMH arasında korelasyon olacağını öngörmekteyiz.

Pazarımızın, gelişmekte olan piyasalar arasında önemli bir yere sahip olması, Avrupa Birliği normlarına uyum düzeyimizin yükselmesi ile Ülkemizde faaliyet gösteren özellikle yabancı portföy yönetim şirketlerinin sayısının artması beklenmektedir.

Ayrıca, yeni SPK taslağında yer aldığını öğrendiğimiz, portföy yönetim şirketlerine fon kurma izni verilmesi ile birlikte, bu fonların da “yetkili” saklama bankalarından hizmet alacaklarını varsayarak, bu alandaki gelişmelerin saklama bankalarını önemli gelir kazandıran merkezler haline getireceklerini öngörüyoruz. Bu durum, zaman içerisinde saklama konseptinin pekişmesine ve saklama bankalarının teknolojik alt yapılarının güçlenerek AB standartlarında hizmet vermelerine sebebiyet verecektir.

Genel olarak bu kapsama giren müşteri profili nitelikli yatırımcı sınıfına giren ve nispeten yüksek portföy büyüklüğüne sahip gerçek ve tüzel kişilerden oluşmaktadır. Ancak orta vadede sistemin verdiği güven ve istikrar ile pazara giren yabancı sermayeli PYS'lerin de etkisi ile küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerinin Portföy Yönetim Şirketlerindeki profesyoneller tarafından takip ve yönlendirilecek olması sebepleriyle, piyasadaki işlem hacmi ve hareketlilikte önemli artışlar beklemek sürpriz olmayacaktır.

Türkiye bu süreçte neler yaptı diye baktığımızda, gelecek yıllarda da çok başımızı ağrıtabilecek gibi görünen, hiç de iyimser bir tablo ortaya çıkmamaktadır.

HALUK BÜRÜMCEKÇİ
Fortis Bank A.Ş. Başekonomist



Kara Kutudan Çıkacaklar, İleride Başımızı Ağrıtabilecekler...

Bundan tam bir yıl önce ABD'de başlayan kredi krizinin küresel ekonomi üzerindeki toplam maliyeti halen belirsizliğini korumakta, finans sektörüne yönelik sıkıntının devam etmesi ise ekonominin uzun süre zayıf seyretme riski altında olduğunu düşündürmektedir. Ayrıca son dönemde enflasyona yönelik endişelerin artması ve bu doğrultuda da G3 merkez bankalarının faiz artırmaya başlaması yönündeki beklentiler de ekonomide kısa vadede bir toparlanma başlamasını engelleyecek gibi görünmektedir. Bütün bu gelişmelerin, yurtdışında hem yatırımlar hem de tüketim kanalıyla büyümeye olumsuz etkisinin devam etmesini beklemekteyiz. Şimdilik ki bu süreçten nispeten az zararlı kurtulmuş gibi görünen Avrupa Bölgesi sayesinde ihracat hacmimiz yakaladığı yükseliş ivmesinden bir şey kaybetmemiştir. Ancak bu durum da tek başına içimizi rahatlatmaktan çok uzaktır.

Yurtdışına yönelik risklerin nispeten azaldığı bu dönemde ve nihayetinde bu olumsuzlukların kalıcı olarak atlatılmasından sonra da ülke ekonomileri için esas önemli olan, dünyada yaşanan bu değişim döneminin yönetilmesinde gösterilen başarılar ve aksaklıklar olacaktır. Her ülkenin, petrol ve gıda fiyatlarındaki artış, sermaye akımlarında ve kredi imkanlarında daralma, kurlarda artan volatilité, yurtdışı faiz hadlerinin yükselmesi gibi birçok

olumsuzluğu bir arada yaşadığı bu dönemde alınan politika kararları, bir stres testi görevini görmekte ve gelecekte bu tür riskler altında o ülkede ne beklenmesi gerektiğinin reçetesini de ortaya koymaktadır.

Dünya üzerinde para politikalarının duruşları büyüme üzerindeki risklerin azalması ve enflasyon risklerinin artışa geçmesi nedeniyle hızlı bir değişim içindedir. İlk aşamada, çekirdek enflasyonlarını kontrol altında tutmayı başaramamış Merkez Bankaları enflasyon beklentilerinin daha fazla kötüleşmesini engellemek amaçlı sinyal nitelikli artırımlar ve/veya duruş değişiklikleriyle durumu kontrol altına almaya çalışmaktadır. Türkiye'de ise, kredibilite açığı bu düzeydeyken, benzer bir stratejinin izlenmesi bizce büyük bir risktir.

Türkiye bu süreçte neler yaptı diye baktığımızda, gelecek yıllarda da çok başımızı ağrıtabilecek gibi görünen, hiç de iyimser bir tablo ortaya çıkmamaktadır. Bir tarafta faiz dışı fazla hedefinin aşacağı çekilmesi ve kamu harcamalarında bunun da ötesinde genişlemeye izin verilen düzenlemelerle (özelleştirme gelirleri kullanılarak kamu harcamalarının artmasına izin verilmesi) birlikte, IMF ile biten stand-by programının yenilenmemesi ve bunun yerine uzun vadeli perspektifi güçlendirecek kapsamlı bir reform programının açıklanmaması yer almaktadır. Diğer tarafta ise, artan enflasyon ve bozulan beklentilere verilen Merkez Bankası tepkisinin, pi-

yasayı henüz ikna etmemiş gözükken ölçülü bir faiz artırım sürecine başlama ve enflasyon hedeflerinin 2011'e varan bir perspektifte yukarı çekilme şeklinde olması vardır. Bu süreç boyunca, ekonomi yönetiminin başlarda, yurtdışında panik havasını önlemek adına da olsa, yurtdışı gelişmelerin etkisinin sınırlı kalacağı yönündeki yaklaşımının, sonradan ekonomide yaşanan bütün olumsuzlukları yurtdışı gelişmelerle açıklamaya döndüğü izlenmiştir. Bu durum her iki yaklaşım açısından çok da ikna edici olmamış ve tüketici ile yatırımcı cephesinde ciddi boyutta güven kaybına yol açmıştır.

Sonuç olarak, yurtdışı görünüm önceye göre nispeten iyileşse de, enflasyona ve G3 ülkelerinde para politikasının sıkılaştırılma gereğinin ortaya çıkmasına yönelik riskler, gelişmiş ülke ekonomilerinde önümüzdeki döneme yönelik endişelerin devam etmesini getirmektedir. Ayrıca, son 1 yıllık dönemde yurtdışı kaynaklı sorunlara, yurtdışında ekonomi karar alıcılarının verdiği reaksiyon ve bunun yarattığı olumsuz algılama, uzun vadeye yönelik öngörülebilirliği zayıflatmıştır. Bunun, nihayetinde içeride ve dışarıda yaşanan bütün bu olumsuzlukların kalıcı olarak atlatılmasından sonra da Türkiye ekonomisi üzerinde ağırlığını hissettirecek bir yük olarak kalması ihtimali vardır. Bütün bu söylediklerimizin sonucu ise Türkiye'nin potansiyel büyüme hızının düşmesi olacaktır.



ERCAN GÜNER
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.
Portföy Yöneticisi (Direktör)

HSBC PORTFÖY

B TİPİ AKTİF YÖNETİMLİ KORUMA AMAÇLI FON

HSBC Portföy'ün B Tipi Aktif Yönetimli Koruma Amaçlı Fon'u hakkında kısaca bilgi verir misiniz?

HSBC Portföy, ilk anapara koruma amaçlı fonu olan HSBC Yatırım B Tipi Aktif Yönetimli Koruma Amaçlı Fon'u'nu 17 Mart 2008 tarihinde çıkardı. 25 Haziran 2008 tarihi itibarıyla fonun büyüklüğü 17,780,476 YTL'dir. İMKB Ulusal-30 Endeksi hisse senetlerine ve para piyasası araçlarına yatırım yapan Fon'un hisse senedi pozisyonu, piyasa şartlarına göre dinamik olarak yönetilir. Hisse senedi piyasası yükselişe geçtiğinde pozisyon artırılarak İMKB Ulusal-30 endeksinin getirisinden faydalanılırken, piyasanın düşüşe geçtiği dönemlerde koruma stratejisi devreye girerek kayıplar sınırlanır. Portföyün riskli kısmını oluşturan hisse senedi pozisyonunda İMKB Ulusal-30 endeksi birebir olarak taklit edilir. Korumalı fonlar pazarında günlük giriş çıkış imkanı veren tek fon olması, fondan çıkış komisyonu olmaması ve anında(vadeye bağlı olmaksızın) koruma özellikleriyle diğer anapara koruma amaçlı fonlardan ayrılmaktadır. HSBC Portföy, yönettiği iki koruma amaçlı fonuyla, anapara koruma amaçlı fonlar pazarının yaklaşık %25'ini oluşturmaktadır.

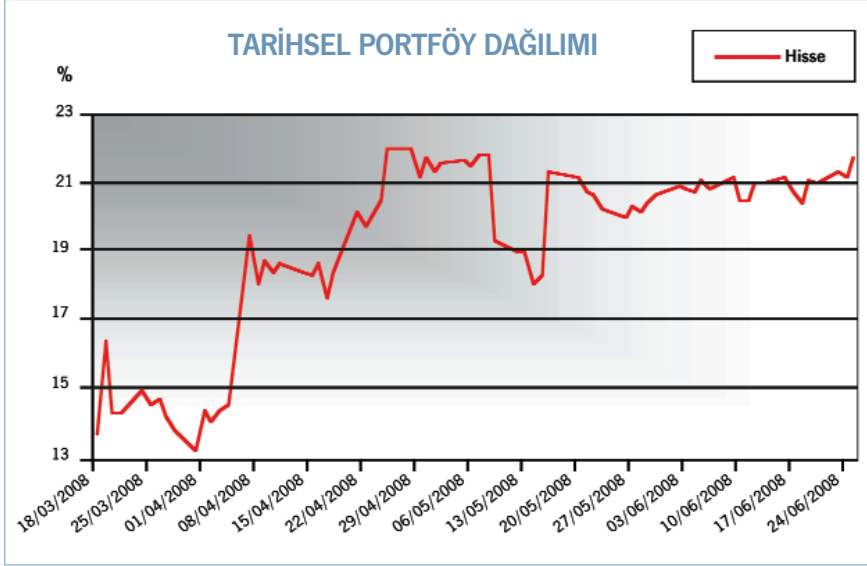
“ Uzun vadede mevduattan daha yüksek getiri potansiyeli ve hisse senedi yatırımlarından daha az riskli olması özelliğiyle; mevduattan daha uzun yatırım vadesi olan ama hisse senedi piyasalarına yatırım yapmaktan çekinen yatırımcılar için cazip bir üründür. ”

HSBC Yatırım B Tipi Aktif Yönetimli Koruma Amaçlı Fon'un yatırımcı profili ve yatırım stratejisi nedir?

HSBC Yatırım B Tipi Aktif Yönetimli Koruma Amaçlı Fonu, orta-düşük risk profiline sahip, anapara kaybını sınırlamak isteyen ama aynı zamanda düşük riskle, riskli varlıkların getirisine ortak olmak isteyen tasarruf sahipleri için uygundur. Uzun vadede mevdu-

attan daha yüksek getiri potansiyeli ve hisse senedi yatırımlarından daha az riskli olması özelliğiyle; mevduattan daha uzun yatırım vadesi olan ama hisse senedi piyasalarına yatırım yapmaktan çekinen yatırımcılar için cazip bir üründür. Anapara koruması en iyi gayret esasına göredir ve bu koruma özelliği belli bir vadeye bağlı olmaksızın fona giriş yapıldığı andan çıkışa kadar sağlanması nedeniyle fon günlük likiditeye sahip olmak isteyen yatırımcılar için de uygun bir yatırım aracıdır. Ancak yine de hisse senedi piyasasının getirisinden faydalanabilmek için, yatırımcının fonu en az bir sene tutma niyetiyle yatırım yapması gerektiği unutulmamalıdır.

Fon anaparayı belli bir oranda ve bir vadeye bağlı kalmaksızın, yatırımcının fona katıldığı andan çıkışına kadar korumayı ve aynı anda İMKB Ulusal-30 Endeksi'nin getirisinden faydalanmayı amaçlar ve bunu yaparken her gün fiyat açıklamak suretiyle, yatırımcılarına çıkış komisyonu uygulamadan günlük olarak giriş/çıkış imkanı verir. Fon, hem hisse senedi (riskli varlıklar) hem de para piyasası araçlarına (risksiz varlıklar) yatırım yaparken, riskli ve risksiz varlıklar



arasındaki dağılım günlük olarak optimize edilir. Bu dağılım piyasa şartlarına ve fonun koruma seviyesine bağlı olarak değişmektedir. Fon hisse senedi piyasasının (İMKB Ulusal-30 Endeksi) yükselişinden faydalanırken, piyasanın düşüşe geçtiği durumlarda hisse pozisyonunu belli bir disiplin ile azaltmak suretiyle değer kaybını sınırlamayı amaçlamaktadır. Koruma seviyeleri her üç aylık dönemin sonunda yeniden belirlenir ve takip eden bir yıllık dönem için geçerlidir. Eğer fon birim fiyatı üç aylık dönem sonunda gerilemişse, başlangıç fon birim fiyatının %90'ı olarak belirlenmiş olan koruma seviyesi aynı tutularak yatırımcının kayıpları sınırlandırılırken, eğer fon birim fiyatı yükselmişse, koruma seviyeside aynı oranda yükseltilerek, gelecek dönemde hisse senedi fiyatlarında büyük oranlı düşüşler gerçekleşse dahi, fon birim fiyatındaki değer artışı kısmen korunmuş olur.

HSBC Portföy Yönetimi, fon katılım paylarının fiyatını, açıklanan koruma seviyesinin üstünde tutmayı amaçlarken bu amaca ulaşmak için "Özel Yatırım Tekniği"ni kullanmaktadır. Bu tekniği kısaca özetlemek gerekirse;

hisse senedi piyasalarının yükseldiği dönemlerde, performansta "artırıcı bir etki" sağlamak amacıyla hisse senedi pozisyonu artırılırken; hisse senedi piyasalarının düşüşe geçtiği veya yatay seyrettiği dönemlerde, fonun potansiyel kayıplarını azaltan "şok emici bir etki" yaratmak amacıyla hisse senedi pozisyonu azaltılır. Söz konusu alım satım kararları, HSBC Grubu'nun(HSBC Global Asset Management) bu alandaki tecrübesi ve uzmanlığıyla oluşturulmuş kantitatif bir model kullanılarak alınmaktadır. HSBC Grubu'nun 15 yıldır yönettiği aktif yönetimli anapara ko-

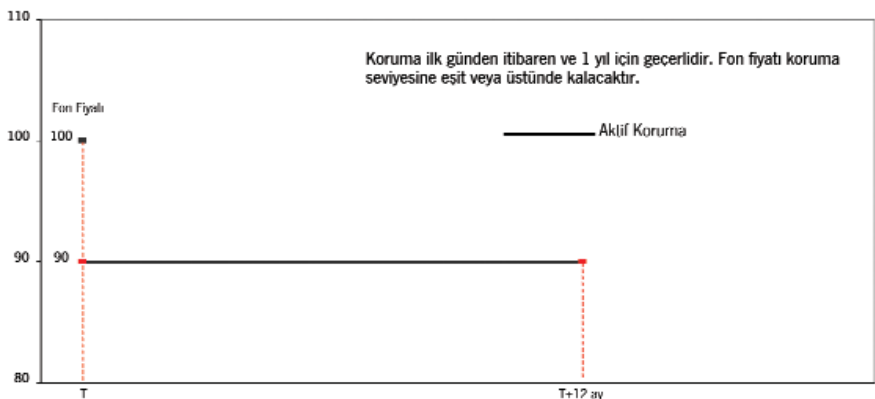
ruma amaçlı fonlarda, uygulanan kantitatif modellerin başarısı sonucu koruma seviyesi ihlali hiçbir zaman gerçekleşmemiştir.

Koruma mekanizması bu fonun en önemli özelliklerinden biri anlaşılır. Biraz daha detaylandırabilir misiniz?

Tabii, koruma stratejisini açıklamak için T zamanında kurulan ve başlangıç katılım payı fiyatı 100 YTL olan koruma amaçlı bir fon örneğini ele alalım. Örneği basitleştirmek için T'nin bir çeyrek takvim yılının sonu olduğunu varsayalım. Katılım payı bazında $\%90 * 100 = 90$ YTL seviyesinde koruma anında devreye girecektir. Bu koruma seviyesi 1 yıl boyunca geçerli olacaktır. **Grafik 1** bu başlangıç durumunu göstermektedir.

İhraç tarihinden sonraki ilk çeyrek takvim yılının sonunda fon yeni bir koruma seviyesi açıklayacaktır. Katılım payı fiyatının 105 YTL'ye ulaştığı varsayımı altında, yeni koruma seviyesi katılım payı bazında $\%90 * 105 = 94.5$ YTL olacaktır ve yine bu tarihten itibaren 1 yıl boyunca geçerli olacaktır. Yeni koruma seviyesi bir öncekinden daha yüksek olduğu için ($94.5 > 90$), başlangıçtan (T) bir sonraki çeyrek takvim yılının(T+3 ay) son iş gününe kadar fona giriş yapmış ve hala elinde tutan yatırımcılar

Grafik 1. İlk günden itibaren geçerli koruma

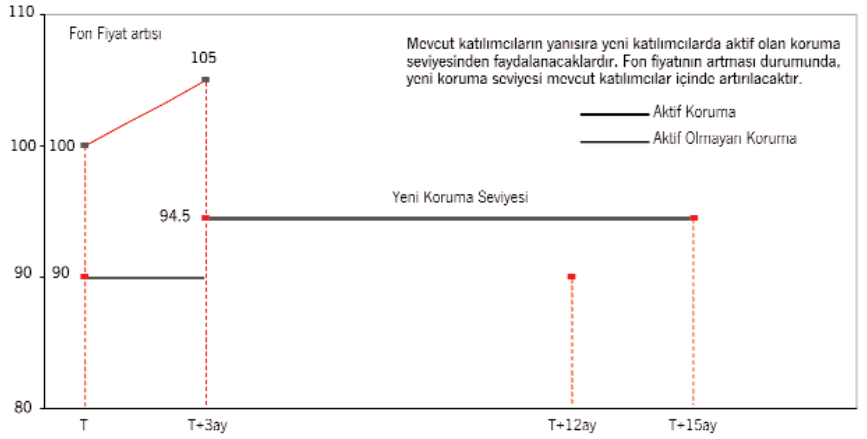


da dahil olmak üzere, tüm yatırımcılar yeni koruma seviyesinden faydalanacaktır. Yandaki grafikte de **(Grafik 2)** görülebileceği gibi, daha yüksek bir koruma seviyesinin devreye girmesiyle bir önceki koruma artık pasif hale gelecektir.

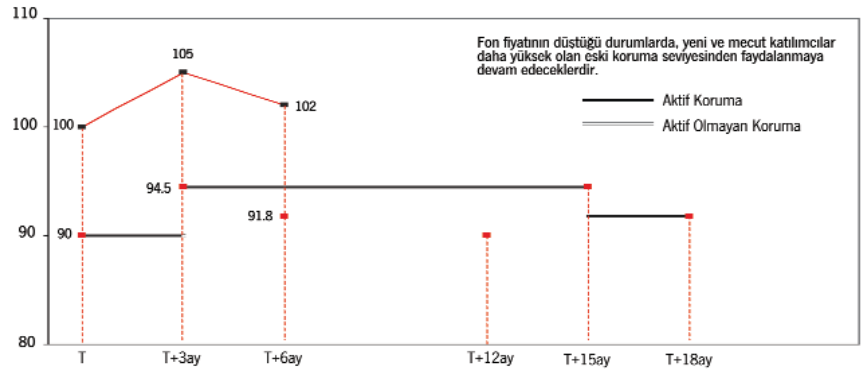
Bir sonraki çeyrek takvim yılının sonunda katılım payı fiyatının 102 YTL'ye düştüğünü varsayarsak, açıklanacak üçüncü koruma seviyesi katılım payı bazında $90 * 102 = 91.8$ YTL olacaktır. Halihazırdaki katılım payı sahipleri ile bu tarihten itibaren fona giriş yapacak yatırımcılar, devrede olan koruma seviyelerinin en yükseği olan katılım payı bazında 94.5 YTL'lik koruma fiyatından T+15 ayına kadar faydalanacaktır. T+15 ile T+18 ayları arasında ise en son açıklanan koruma seviyesi devrede olacaktır (**Grafik 3**'te görüleceği gibi).

Son olarak, ihraçtan sonraki üçüncü çeyrek takvim yılının sonunda katılım payı fiyatının 108 YTL'ye ulaştığını varsayalım. Bu durumda açıklanan dördüncü koruma seviyesi katılım payı bazında $90 * 108 = 97.2$ YTL olacaktır. Bu, o güne kadar açıklanan en yüksek koruma seviyesi olacağı için yeni koruma seviyesi olarak devreye girecek ve halihazırdaki ve yeni yatırımcılar için bir yıl boyunca aktif kalacaktır. Koruma seviyesinin ilan edildiği çeyrek takvim yıllarının son iş günleri dışında kalan dönem içi günlerde fona yatırım yapacak bir yatırımcının koruma oranı %90'dan daha düşük olabilir. **Grafik 4**'te görülebileceği gibi, birinci çeyrek yıllık dönem içerisinde 103YTL katılım payı fiyatı ile fona yatırım yapan bir yatırımcı için koruma oranı yaklaşık %87.4 seviyesinde oluşacaktır. Bu koruma oranı, katılım payı fiyatının artması sonucunda birinci çeyrek yıl sonunda ilan edilen 94.5 YTL'lik yeni koruma seviyesi ile yaklaşık %91.75'e yükselecektir. Ara dönemde Fon'a giriş yapan yatırımcılar, yeni koruma seviyesinin ilan edilmesinden itibaren giriş yaptığı

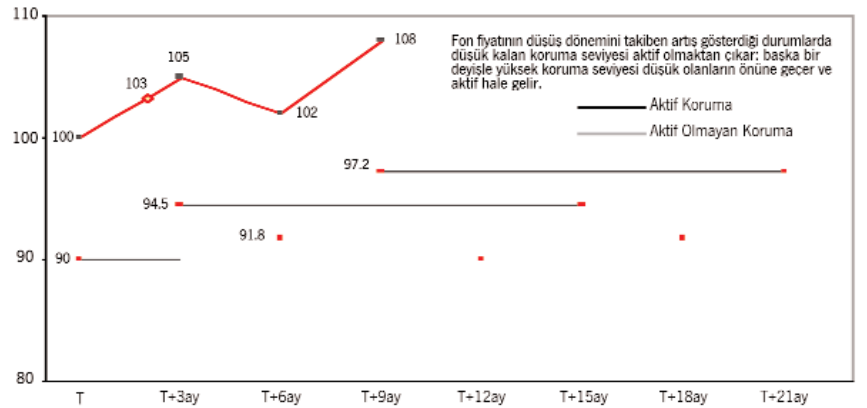
Grafik 2. Fon birim fiyatı arttığında koruma yükseltilir



Grafik 3. Koruma, fon birim fiyatının azalması durumunda da korunur



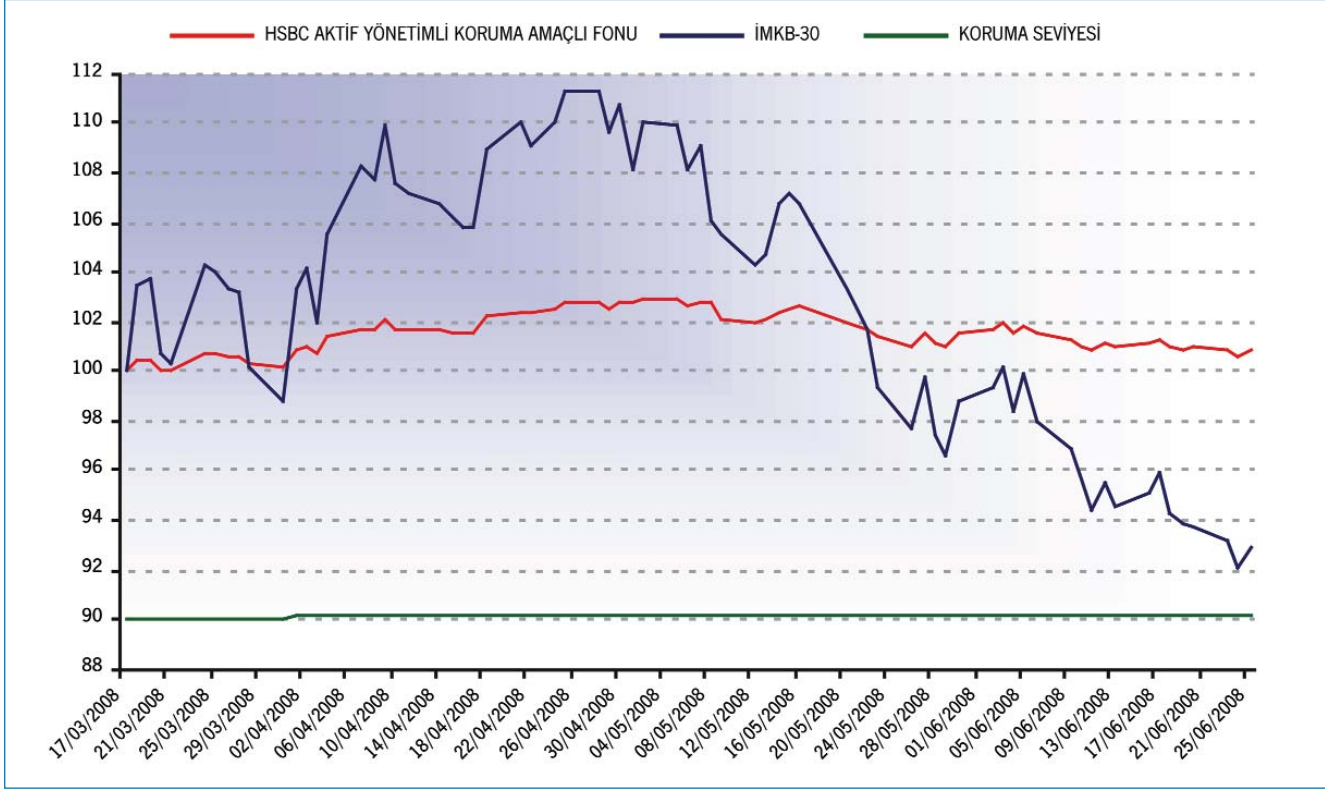
Grafik 4. En düşük koruma seviyeleri dikkate alınmaz



ara döneminin son iş günündeki yatırım miktarının %90'ı oranındaki koruma seviyesinden veya daha önceki dönemlerde ilan edilmiş olan koruma seviyelerinden en yüksek olanından faydalanmaya devam edecektir.

Fonun son dönemdeki getirisi hangi düzeydedir?

Fonun başlangıç tarihi olan 17 Mart 2008 tarihinden 25 Haziran 2008 tarihine kadar olan net getirisi %0,84'dür. Aynı zaman diliminde fonun yatırım



yaptığı İMKB-30 endeksinin getirisi % -7,09 olarak gerçekleşmiştir.

Koruma amaçlı fonlar piyasada çok yeni oldukları için geçmiş performansları diğer fonlarla karşılaştırılmayacak kadar kısa. Korunmalı fonların, çok farklı stratejilerle farklı varlık gruplarına yatırım yaptıklarından getiri bakımından kendi aralarında karşılaştırılabilirliği de zordur. Fonun stratejisinin yanısıra halka arza zamanlaması gibi etkenlerde getiri üzerinde etkilidir. Ancak şunu söyleyebiliriz ki, bu fonların hepsinin ortak özelliği anaparanın korunması, dolayısıyla risk/getiri skalasında alt seviyelere yakın yer almalarıdır. Yani bir hisse senedi fonundaki kadar yüksek getiri beklentisi (aynı zamanda da yüksek risk) içermeselerde, genelleme yapacak olursak korunmalı fonların sabit getirili enstrümanlardan orta-uzun vadede daha yüksek getiri hedeflediklerini söyleyebiliriz.

Yılın kalan kısmında fonun yatırım stratejisi nasıl şekillenecek?

HSBC Yatırım B Tipi Aktif Yönetimli Koruma Amaçlı Fonu, yatırım stratejisinde açıklandığı şekilde, riskli ve risksiz varlıklar arasındaki dağılımı günlük olarak optimize etmektedir. Bu dağılım piyasa şartlarına ve fonun koruma seviyesine bağlı olarak değişmekte ve kantitatif modele dayalı „Özel Yatırım Tekniği“ ile hisse senedi pozisyonu belirlenmektedir. Günlük olarak takip edilen “en kötü senaryo analizi” sayesinde, oluşabilecek en kötü durumda bile emniyet miktarının stresten sonra hala pozitif olduğu takip edilmektedir. Başka bir deyişle yapılan stres testleri, alınacak olan hisse senedi pozisyonunun belirlenmesinde etkili olmaktadır ve alınan pozisyon, oluşabilecek en kötü senaryoda bile koruma seviyesinin altına inilmemesini temin etmektedir.

Aktif Yönetimli Koruma Amaçlı Fon

Fon Kurucusu

HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Fon Portföy Yöneticisi

HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.

Halka Arz Tarihi

17/3/2008

Fon Toplam Değeri

17,780,476

Yatırımcı Sayısı

343

Tedavüldeki Pay Adedi

1,763,300,000

Toplam Pay Adedi

5,000,000,000

Fon Yönetim Ücreti

Günlük %0,0083



MELTEM KÖKDEN
T.İş Bankası Menkul Kıymetler Müdürü

TÜRKİYE İŞ BANKASI

ÇEVREYE YATIRIM FONU

Çevreye Yatırım Fonu yatırımcıları, bir taraftan profesyonel portföy yönetimi anlayışıyla aktif olarak yönetilen bir portföyün getirisinden yararlanırken bir taraftan da çevresel sorumluluklarını yerine getirme imkanı elde etmektedir.

Türkiye İş Bankası B Tipi Değişken TEMA Çevre Fonu'nun misyonu hakkında çok kısa bilgi verir misiniz?

Çevreye Yatırım Fonu, Türkiye İş Bankası tarafından kurulmuş olan ve tasarrufların çevresel sorumluluk ilke-leriyle profesyonel olarak yönetilen bir yatırım portföyü bünyesinde değerlendirilmesini hedefleyen, Türkiye'nin ilk yatırım fonudur. Fonumuz, bir yandan yatırımcısına finansal ürün olarak gelir sağlamaya devam edecek, bir yandan da Türkiye İş Bankası, söz konusu fondan elde edeceği gelirin yarısını, Tema Vakfı ile birlikte belirlenecek çevre projelerinde kullanılmak üzere Tema Vakfı'na aktaracaktır. Böylece yatırımcılarımız, çevreyi koruma alanındaki sosyal girişimleri de desteklemiş olacaktır. Fonun yatırım ömrü boyunca devam edecek olan bu işleyiş ile çevre projelerine uzun vadeli, sürdürülebilir bir kaynak yaratılması hedeflenmektedir. Bu da çevre projelerine aktarılacak kaynak

tutarını fonun portföy büyüklüğü ile doğru orantılı olarak artıracaktır. Böylelikle çevre projeleri de daha geniş kapsamlı olabilecektir. Asgari 10 YTL gibi düşük bir tutar ile yatırım yapılabilecek olması da küçük tasarruf sahiplerinin de Fonumuza katılımını ve düzenli yatırımlar ile çevreye katkıda bulunmalarını sağlayacaktır.

Çevreye Yatırım Fonu yatırımcıları, bir taraftan profesyonel portföy yönetimi anlayışıyla aktif olarak yönetilen bir portföyün getirisinden yararlanırken bir taraftan da çevresel sorumluluklarını yerine getirme imkanı elde etmektedir. Ayrıca, fon yatırımcıları otomatik olarak herhangi bir bedel ödemeksizin TEMA gönüllüsü olmaktadır. Fon'un yatırımcı profili; yatırımlarını yaparken çevreye duyarlılığı gözetip, doğaya sahip çıkan ve gelecek nesillere yaşanabilir bir dünya bırakmayı hedefleyen kişi ve kuruluşlardır. Fon, birikimli bir fon olarak kurulmuş-

tur. Böylece kişilerin küçük yatırımlarla çevreye katkılarının devamının sağlanması, birikimlerin zamanla büyük tasarruflar haline gelmesi beklenmektedir.

Fonun yatırım stratejisi nedir? Ne tür şirketlere yatırım yapılmaktadır? Bunların isimleri verilebilir misiniz?

Aralarında yakın zamanda çevre cezası almamış olan, silah ve tütün maddeleri üretmeyen, altın arama faaliyeti içerisinde bulunmayan şirketlere yatırım yapmak gibi hükümlerin bulunduğu fon içtüzüğü çerçevesinde yatırım stratejimizi oluşturmaktayız. Sonrasında, finansal göstergelerine göre belirlenen yatırım yapılabilir şirketler havuzunda yer alan şirketleri, çevresel konulardaki performanslarına göre değerlendirerek portföyümüze dahil etmekteyiz. Örneğin şirketlerin ISO14001 ve muadili çevre yönetim sistemi sertifikasına sahip olması, çevreyle ilgili sosyal sorumluluk pro-



Çevreye Yatırım Fonu, B Tipi Değişken Fon türünde kurulmuştur. Değişken fonların yönetiminde, değişen piyasa koşullarına daha hızlı uyum sağlayarak, piyasalardaki fırsatları kazanca dönüştürmek esas alınmaktadır.

jelerine katkısı ve çevresel sorumluluğu üretimlerine entegre etmiş olması gözetilmektedir. Başlangıç fon portföyünde seçtiğimiz kriterlere en çok uyduğu düşünülen altı hisse senedi yer almıştır. Bunlar; TSKB, Zorlu Enerji, Tofaş Oto Fabrika, AYGAZ, Eczacı İlaç ve Arçelik'tir. Çevre fonunun yatırımlarıyla bir ölçüde çevreye duyarlı faaliyetlerde bulunan şirketler özendirilmeye çalışılmaktadır. Bundan sonra da şirketlerin gerek çevresel faaliyetleri, gerek ise beklenen getiri fırsatları incelenerek, fon portföyü dinamik bir şekilde yönetilmeye devam edecektir.

Yatırım yapılabilir bulunan şirketlerin sahip olduğu pozitif kriterlerin daha objektif, ölçülebilir ve şeffaf olması amacıyla üniversiteler ile birlikte çalışılmakta, bu konuda şirketlerin çevre ile ilgili faaliyetleri neticesinde ayrıştırılması planlanmaktadır.

Çevreye Yatırım Fonu, B Tipi Değişken Fon türünde kurulmuştur. Değişken fonların yönetiminde, değişen piyasa koşullarına daha hızlı uyum sağlayarak, piyasalardaki fırsatları ka-

zanca dönüştürmek esas alınmaktadır. Bu esnek hareket kabiliyeti dolayısıyla bu tür fonlar, piyasalardaki dalgalanmaları yatırımcılarına yüksek getiri fırsatı yaratmak amacıyla dinamik portföy yönetim anlayışıyla yönetilirler.

Fon portföyü ağırlıklı olarak hisse senetleri ile Devlet Tahvili ve Hazine Bonoları'ndan oluşmaktadır. Portföy yönetiminde amaç, portföy çeşitlendirmesiyle riski asgari düzeye indirerek azami getiriyi elde etmektir. Bu maksatla fonun stratejisinde; fon portföyünün asgari ve azami yatırım aralıkları, hisse senetleri için 15-45%, sabit getirili menkul kıymetler için 55-85% ve ters repo için 0-30% olarak belirlenmiştir.

Bu tip fonlar AB ve dünyada yaygın mı? Türkiye'ye biraz gecikmeli gelmesinin nedeni nedir?

ABD'de ilk sosyal açıdan sorumlu yatırım fonu 1971 yılında, Avrupa'da ise İsveç'te 1965 yılında kurulmuştur. ABD'de ve Avrupa'da söz konusu fonların ve sosyal açıdan sorumlu yatırımların büyüklüğü zaman içerisinde önemli boyutlara ulaşmıştır.

Sadece yatırım fonu statüsünde kurulmuş olan sosyal sorumluluk fonlarının büyüklüğü Amerika'da 201,8 milyar dolar, Avrupa'da ise 75,4 milyar dolar'a ulaşmıştır. Amerika'da Calvert ve Green Century Funds en büyük iki fon ailesine örnektir. Bunun yanı sıra portföy yöneticisinin çevresel kriterlere dayalı gözetim (green screening) ile oluşturduğu kurumsal portföy yönetimi hizmeti alan hesaplar da bulunmaktadır. İngiltere'deki Virgin Money bu türe örnek olarak verilebilir.

Çevreye yönelik tehditler önceden de ifade ediliyor olsa da, son zamanlarda yaşanan çevresel sorunlar, küresel ısınma ve yaşanan kuraklık, durumun ne kadar ciddi olduğunu bize göstermiş, çevre bilincinin önemi daha net ortaya çıkmıştır. Bu durum Türkiye İş Bankası'nı TEMA Vakfı ile birlikte ortak geleceğimiz için bir şeyler yapmaya teşvik etmiştir. Türkiye İş Bankası gelecek kuşaklara, özellikle de yarının büyüklerine öncelikle temiz ve yaşanabilir bir Türkiye bırakmak amacıyla bir ilke daha imza atmıştır.

Gürman Tefik'le TKYD'nin Dünden Bugüne Uluslararası Açılımları

TKYD'nin kurucu üyelerinden 2001-2006 yıllarında TKYD Başkanlığını yapan ve Derneğin faaliyetlerinin uluslararası alana taşınmasında öncülük eden Dr.Gürman Tefik anılarını bizlerle paylaştı.

Gür Çağdaş: Gürman bey TKYD'nin kuruluşunda, kurumsal kimlik kazanmasında, etkin bir sivil toplum örgütü olmasına ve uluslararası platformda tanınmasında çok büyük katkılarınız ve önderliğiniz oldu. TKYD bugün bir markaysa ve sektörde belli bir ağırlığı varsa, kamu otoritesiyle köprü vaziyetine gelmişse sizin çok büyük emeğiniz var. Özellikle kuruluş aşamasında ve sonraki yıllarda da Derneğin uluslararası kimlik kazanması için yaptığınız özverili çalışmalara şahit oldum. Anılarınızı bizlerle paylaşmışınız?

Gürman Tefik: KYD'nin kuruluşu ile ilgili olarak 17 Ağustos depreminin önceki günü Ziya





Alp Keler, Celal Reyhan, Dr. Gürman Tevfik, Gür Çağdas, İlhami Koç, Tayfun Oral, Tülin Özyayın (Soldan Sağa)

bey, Özcan (Türkakın) bir araya geldik. Tüm çalışmalar tamamlanmıştı ama o gece deprem olunca kuruluşu biraz ertelemek zorunda kaldık. Ziya bey Dernek Başkanlığını 2 yıl sürdürdükten sonra Aracı Kuruluşlar Birliği Başkanlığına da seçilmesi nedeniyle ayrılmak zorunda kaldı ve TKYD Başkanlığını bana teklif etti. Yönetim Kurulu'nda 2 aday vardık, benim dışımda Mehmet Ali Alkan da başkanlığa aday olmuştu, sonuçta (2002 yılında) ben başkanlığa seçildim. O zaman ilk defa uluslararası açılımlardan bahsettim ama ilk zamanlar pek üzerine düşülen bir konu olmamıştı. Başkanlığa seçilmeden önce 2001'de IIFA (International Investment Fund Association - Uluslararası Yatırım Fonları Birliği)'nin Arjantin'deki yıllık toplantısına davet edilmişim. Orada bir de Türkiye'nin tanıtımını yapan bir sunum da yapmışım. Dünyadaki birçok ülkeden Birlik Başkanları toplanarak uluslararası fon endüstrisini tartışıyorlardı.

Ertesi yıl 2002'de Berlin'de yapılan IIFA toplantısına Gür'le beraber gittik. Bu tür uluslararası faaliyetleri sürdürmemiz gerektiğini düşündüğümden,

“ 2006 IIFA konferansı için 3 yıl boyunca hazırlık yaptık. Konferansı aldık ama yapacak para dernekte yok. Sektörün sponsorluğu ve desteği ile çok başarılı bir konferans gerçekleşti, katılımcıların deyimi ile çitayı yükselttik. ”

Gür'ün de katılmasını ve onun da değerlendirmesini istedim. Burada da yine dünya fon endüstrisinin önde gelen temsilcileri ile bir araya geldik.

2003 yılındaki IIFA toplantısı Malezya'daydı. Üçüncü senemizdi ve diğer katılımcılarla güzel ilişkiler geliştirmiştik. Bu toplantıya ben, Gür ve Belma (Öztürk) katıldık ve orada uluslara-

rası toplantılarda evsahipliği için ilk lobi faaliyetimizi yaptık. IIFA toplantılarının her seneki evsahipliği 3 yıl önceden bu kurumun İcra Komitesi Üyeleri tarafından kararlaştırılmaktaydı. Biz de 2006 yılı için talepte bulunduk.

Malezya'nın Fon Birliği Başkanı ve o yılın IIFA İcra Komitesi Başkanı Azim Zabidi'ye 2006 konferansını yapmak istediğimizi söyledim. Diğer üyelerle de tek tek görüşüp lobi oluşturduk. Çin'in de talip olduğunu söylediler ama biz ısrarcı olduk ve Azim'in de katkılarıyla toplantının sonunda 2006 IIFA konferansının ev sahipliğini Türkiye'ye verdiler. Böylelikle 2006 yılı konferansını yapmak bize nasip oldu. Bu arada 2004 yılında Brezilya'da ve 2005 yılında ABD'de yapılan IIFA toplantılarına TKYD olarak katıldık. 2006 konferansı için de 3 yıl boyunca hazırlık yaptık. Konferansı aldık ama yapacak para dernekte yok. Sektörün sponsorluğu ve desteği ile çok başarılı bir konferans gerçekleşti, katılımcıların deyimi ile çitayı yükselttik.

Celal Reyhan: EFAMA (European Fund and Asset Management Association -



Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği) üyeliğimiz nasıl oldu? Onlar da IIFA üyesiydi değil mi ?

Gürman Tevfik: 2002-2003 yıllarında IIFA toplantılarına katıldığımızda FEFSI adında bir kurum da bu toplantılara katılıyordu ama başta ben kim olduklarını bilmiyordum. FEFSI EFAMA'nın o yıllardaki adı. Steffen Matthias'ı EFAMA'nın Genel Sekreteri olarak sürekli bu toplantılarda görüyorduk. Daha sonra çok yakın dostumuz olmuş ve EFAMA üyeliğimiz ve EFAMA Yıllık toplantısının Türkiye'de yapılmasında çok katkıda bulunmuştur. 2003 yılında Yönetim Kurulu üyelerimize Avrupa Yatırım Fonlarını temsil eden FEFSI adında bir kuruluş olduğunu ve üye olabileceğimizi anlattım. Bir Yönetim Kurulu kararı aldık ve FEFSI üyeliği için müracaat ettik. 6-7 ay geçti hiçbir cevap alamadık, bizi ilk başta ciddiye almadılar.

O sırada 2.Yatırım Fonları konferansını yapıyoruz, uluslararası konuşmacıları da çağırmaya karar verdik. IIFA toplantılarından birçok kişiyle iyi ilişkiler geliştirmiştik. İrlanda'dan, Malezya'dan Azim Zabidi ve EFAMA'dan Steffen Matthias konuşmacı olarak geldiler. O zamanki bakan Sayın Abdüllatif Şener açılış konuşmasını yaptı. Steffen Matthias bu kadar büyük bir grubun fonla uğraştığını görünce şaşırıldı ve etkilendi. 1 ay sonra da EFAMA üyeliğimizin Yönetim Kurulu Toplantısında ele alınacağı bilgisini bana ilettiler.

İlhami Koç: Bir de AB üyesi değiliz diye de bir konu olmuştu sanırım.

Gürman Tevfik: Evet oldu ama fon endüstrimizin büyüklüğü ve gelişime açık olması nedeniyle bizim üyeliğimize sıcak baktılar. EFAMA Yönetim Kurulu'nda Türkiye'nin üyeliği kabul edildi ve bizi Genel Kurul'a davet ettiler.

2004 yılı Genel Kurulu İrlanda'da yapılıyordu. Genel Kurul oylamasında bizi dışarı çıkardılar ve daha sonra kabul edildiğimizi bize bildirdiler. TKYD 11 Haziran 2004 tarihinde, (EFAMA)'nın 23. üyesi olarak Türkiye'yi EFAMA'da temsil etmeye başladı. Türkiye EFAMA'nın Norveç ve İsveçre dışında AB üyesi olmayan üçüncü ülkesi oldu.

EFAMA'nın yıllık Genel Kurul Toplantısının Türkiye'de yapılması kararı da yine İrlanda'da alındı. Toplantı sonrası verilen kokteylde bize 2005 toplantısının Türkiye'de olup olmayacağını sordular. Ben Gür'e baktım ve hemen orada kabul ettik.

İlhami Koç: Başka kurumlarda Yönetim Kurulu'na sormak karar almak gerekiyor ama hepimiz aynı fikirde olduğumuz için buna gerek kalmadan Dublin'de bu karar alınmıştı.

Gürman Tevfik: Bize bu görevi verirken EFAMA'nın Yönetim Kurulu'ndaki diğer bazı üyeler endişelerini dile getirmişler ama Steffen Türkiye'nin bu işi çok iyi yapabileceği konusunda üyeleri rahatlatmış, bize daha sonra anlattılar.

Alp Keler: Arka arkaya 2 yıl uluslararası konferans düzenlemek için ciddi bir çalışma gerekmiştir. Neler yapıldı EFAMA ve IIFA toplantıları için ?

Gürman Tevfik: Derneğin bu konferansları yapabilmek için bütçesi ve personeli yeterli değildi. O sırada Dernekler Kanunu'nda bir değişiklik oldu ve kurumsal üyelik hakkı çıktı. Böyle olunca biz bireysel üyeliklerin yanı sıra kurumsal üyelik almaya başladık, aidat miktarlarını da artırdık. Yönetim Kurulu üyelerimizin kurumları her iki konferans için de sponsorluk aldık.

Bu arada başkanlık seçimi zamanı da gelmişti ama konferans çalışmalarının aksamaması ve devamlılık için benim başkanlık sürem 3 yıl daha uzatıldı. Daha sonra da 2007 yılında bayrağı Gür'e devrettim.

İstanbul'da yapılan EFAMA toplantısında üyelerle ilişkilerimiz gelişti. Ayrıca Başkanlık seçimi de vardı. Noter çağrıldı ve yeni başkan gizli oyla seçildi.

Celal Reyhan: İlişkiler çok önemli. Bizim orada olmamız AB gündemini görmemizi, sistemin nasıl çalıştığı hakkında bilgi sahibi olmamızı da sağlıyor. Birbirleriyle olan ilişkilerini görebiliyoruz. Bize de yeni açılımlar getiriyor.

Gürman Tevfik: Gerçekten ilişkiler çok önemli oluyor. Herkes, eşler dahil birbirini tanıyor. Bu dostluk ortamı IIFA toplantılarına katıldığımız için orada da oluştu.

2006 Kasım ayındaki IIFA konferansı

için daha kapsamlı bir çalışmamız oldu tabii. 35 ülkeden 70 delege, eşleri, Dünya Bankası ve Avrupa Komisyonu'ndan misafir konuşmacıları bir hafta ağırladık. Üç günlük konferansın sonra katılımcılara Ege turu düzenledik.

Konferansa gözlemci olarak katılan en eski üyenin, "bu güne kadar yapılan IIFA konferanslarının en iyisiydi" yorumu ve IIFA temsilcisinin, "bundan sonraki konferanslar için çitayı çok yükselttiniz" sözü hepimiz için bir gurur kaynağı oldu.

“ Yatırım fonlarında vergilendirmenin yeniden düzenlenerek içeriden dışarıya çıkarılması Derneğin bir başarısıdır. Bazı aşamaları geçtik. Yatırım fonları bir yere geldiği için Türkiye’de bireysel emeklilik sistemi de düzgün olarak işliyor. ”

Tayfun Oral: Uluslararası alanda yapılan bu çalışmalara kamudan herhangi bir birim destek verdi mi ?

Gürman Tevfik: Hayır, önemli bir destek almadık. Derneğin adına Türkiye ismini eklemek için çok uğraştık. İki kere başvuru yapmak zorunda kaldık. İçişleri Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı ve SPK ile yaptığımız

görüşmeler sonucunda onayı aldık, daha sonra da Resmi Gazete’de yayımlandı. 1 yıl gibi sürede gerçekleşti Türkiye adını almamız....Dernek artık kendini kanıtladı ve kamu ile de uyumlu bir ilişkisi var. Derneğin yurtiçi açılımı da önümüzdeki dönemde artacak.

Alp Keler: Derneğin ve sektörün geleceğini nasıl görüyorsunuz?

Gürman Tevfik: Derneğimizin en büyük başarısı tamamen gönüllülük esasına göre çalışması ve sektörün büyümesini kendine misyon edinmesi.

İlhami Koç: Yönetim Kurulunda da başkanlar görevi birbirlerine devrettiği için uyum içinde gidiyoruz. Kültürü de devam ettiriyoruz.

Tayfun Oral: Derneğin büyümesi bireysel çabalarla devam edecek. Geçmişle bağlar derneğin başarısının devamını sağlıyor.

Gür Çağdaş: Dernek aslında sıkı bir baskı grubu. Yapmamız gereken çalışma komitelerini de geliştirip kamuyla daha uyum içinde çalışmak.

Gürman Tevfik: Yatırım fonlarında vergilendirmenin yeniden düzenlenerek içeriden dışarıya çıkarılması Derneğin bir başarısıdır. Bazı aşamaları geçtik. Yatırım fonları bir yere geldiği için Türkiye’de bireysel emeklilik sistemi de düzgün olarak işliyor. İsteğim yatırım fonlarının ayrı bir yasağının olması. İsviçre yasaları bizim yasalarla uyumlu olduğu için İsviçre fon yasağı da uygun olabilir. Belki yapılabilir diye düşünüyorum. Dernek kurumsallığı ile önümüzdeki yıllarda çok daha iyi noktalara gelecek. Birlik olunması durumunda ise önemli olan konu, herkesin katkısıyla sağlanan Dernek kültürünün, Birlik içerisinde gelişmesine devam etmesidir.



CENK AKSOY
İş Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı

UCITS Direktifleri

UCITS fonları, Avrupa Birliği (AB) pasaportuna sahip olarak yatırımcılara sunulurken, UCITS olmayan fonlar ise, ülkelerin kendi sınırları içerisinde pazarlanmaktadır.

UCITS (Undertaking Collective Investment in Transferable Securities) terimi, bu Direktifin gerekliliklerine uyan kolektif yatırım kuruluşları için kullanılmaktadır. Direktifin öngördüğü koşulları taşımayan fonlar ise "non-UCITS" olarak ifade edilmektedir. Söz konusu Direktif ilk olarak 1985 yılında düzenlenmiş, 1988 ve 2002 yıllarında ise değişikliğe uğramıştır. Son olarak UCITS III Direktifleri, 13 Şubat 2007 yılında Avrupa fon endüstrisinde uygulanmaya başlanmıştır. Direktife uyumlu faaliyetlerini yürüten tüm fonlar, UCITS III etiketi almaya hak kazanmıştır. UCITS fonları, Avrupa Birliği (AB) pasaportuna sahip olarak yatırımcılara sunulurken, UCITS olmayan fonlar ise, ülkelerin kendi sınırları içerisinde pazarlanmaktadır.

I. UCITS Direktifinin Amaçları

UCITS Direktifinin başlıca üç amacı vardır;

- Yatırım fonlarının başka ülkelerdeki yatırımcılara sunumunu kolaylaştırmak,
- Yatırım fonları için AB çapında uyumlaştırılmış bir yasal çerçeve oluşturmak,
- Yatırımcı haklarının korunmasını sağlamak.

AB'nin ana hedefleri arasında bulunan Birlik ülkeleri arasında sermayenin serbest dolaşımı ve hizmetlerin serbestçe sunumunun sağlanması, yatırım fonları ile ilgili olarak bir düzenleme yapılması ihtiyacını doğurmuştur. Bu ihtiyaç doğrultusunda bir ülkede kurulmuş olan bir yatırım fonunun diğer ülkelerdeki yatırımcılar tarafından da kolaylıkla alınıp satılabilmesi hedeflenmiştir. Buna ek olarak, bir ülkede yer alan fon yönetimi şirketlerinin, başka ülkelerde de portföy yönetimi hizmeti vermesi kolaylaştırılmaktadır.

Sermayenin AB içinde dolaşımı ve hizmet sunumu serbestliği için gerekli olan iki önemli araç bulunmaktadır. Birincisi, yatırım fonlarının, yani ürünün kendisinin ikincisi ise fon yönetim şirketlerinin, yani hizmet veren kurumların üye ülkeler arasında "AB pasaportuna" sahip olmasıdır.

Bu konuda gerekli olan yetkiyi, UCITS fonunun veya fon yönetimi şirketinin ofisi bulunduğu ülkenin merkezi düzenleyicisi vermektedir. AB pasaportu sayesinde diğer üye ülkelerde fonların pazarlanması veya fon yönetim şirketlerinin faaliyet göstermesi için, ilgili ülkenin merkezi düzenleyicisinin bilgilendirilmesi yeterli olmaktadır.

II. UCITS'in tanımı

UCITS'ler genel olarak:

- Tek amacı halktan toplanan paralarla devredilebilir menkul kıymetlere, riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde kolektif yatırım yapmak olan,
- Paylarının karşılığı, pay sahiplerinin talebi üzerine, doğrudan veya dolaylı olarak bu kuruluşların sermayelerine eklenen veya sermayelerinden geri alınan (açık uçlu),
- Payları halka arz edilerek satılan, kuruluşlar olarak tanımlanmaktadır.

UCITS olmayan yapılar ise;

- Paylarını devredilebilir menkul kıymetlere yatırmayan yatırım fonları (gayrimenkul yatırım fonları vb.),
- Kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşları (yatırım ortaklıkları vb.),
- Payları halka arz edilmeyen kuruluşlar (özel fonlar vb.),
- Yatırım stratejisi, Direktifte yer alan tanımlara uymayan kuruluşlar (yapılandırılmış fonlar vb.), olarak ortaya çıkmaktadır.

Üye ülkeler, UCITS olmayan kuruluşlar için kendi ülke mevzuatlarına uygun düzenleme yapmaya yetkilidirler. Ancak bu fonlar diğer AB ülkelerinde pazarlanamamaktadır.

III. UCITS'lerin Hukuki Yapısı

Genel olarak kolektif yatırım kuruluşları dört tipte kurulabilmektedir;

- Tüzel kişiliğe haiz olmayan kolektif yatırım kuruluşları (Türkiye'deki yatırım fonları)
- Trust hukukuna göre kurulan kolektif yatırım kuruluşları (İngiltere ve İrlanda'daki unit trust'lar)
- Şirket tipi açık uçlu kolektif yatırım kuruluşları (Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları)
- Şirket tipi kapalı uçlu kolektif yatırım kuruluşları (Türkiye'deki yatırım ortaklıkları)

Türkiye'de UCITS kapsamına alınabilecek olan yapılar sadece yatırım fonu olarak kurulabilmektedir. Şirket statüsündeki UCITS'lerin kurulabilmesi için, mevzuatımızda değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının (DSYO) düzenlenmesi gerekmektedir. Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları belirli bir sermaye ile kurulmakta ve sermayesini yatırımcılara ihraç etmektedir. Yatırımcılar sahip oldukları payları kendi aralarında alıp satabilecekleri gibi, şirkete de iade edebilmektedir. Bu durumda DSYO, dolaşımdaki kendi paylarını geri alarak sermayesini azaltıp çoğaltmaktadır.

IV. Fon Yönetim Şirketi

UCITS Direktifi ile UCITS fonlarının yönetimi için fon yönetimi şirketi kullanma zorunluluğu getirilmiştir. Direktifte fon yönetimi şirketi, "faaliyet konusu UCITS ve benzeri yapıları yönetmek olan şirket" şeklinde tanımlanmıştır. Fon yönetimi şirketi, esas olarak kolektif yatırım kuruluşunun yönetiminden başka bir işle uğraşmamaktadır.

Fon yönetimi şirketinin ana sorumluluk alanları, fonların kurulması, portföylerin yönetilmesi, idari işlemlerin yürütülmesi ve pazarlama faaliyetleridir. İdari işlemler, yasal belge ve kayıtların tutulması, denetim ve risk izleme sistemlerinin kurulması gibi işlemleri içermektedir.

Fon yönetimi şirketi, kurulu olduğu ülkenin merkezi otoritesi tarafından yetkilendirilmektedir. Yetkili otorite, şirketin, faaliyetlerini yerine getirebilecek deneyime ve donanıma sahip olup olmadığını değerlendirmektedir. Bir UCITS, yönetim şirketini değiştirmek isterse, yetkili otoritenin onayını almak zorundadır. Bir ülkenin merkezi düzenleyicisi, fon yönetimi şirketini onayladığında, şirket başka ülkelerde de hizmet verebilmektedir. Bunun için faaliyet göstermek istediği ülkenin merkezi düzenleyicisini bilgilendirilmesi yeterli olmaktadır.

V. Saklama Kuruluşu

Direktifle kurulan yapının önemli bir parçası, fon yönetimi şirketi ile saklamacının fonksiyonlarının ayrılmasıdır. Buna göre fon yönetimi şirketi, esas itibarıyla fon portföyünün sadece içtüzüğünde belirlenen stratejiye uygun olarak yönetilmesinden sorumludur. Saklamacı ise yalnızca fon varlıklarının saklamasından değil ayrıca fon portföy değeri ve pay değerinin hesaplanmasından, pay ihraçlarına ve geri alınmasına, takas işlemlerinin takip edilmesine kadar geniş bir alanda yer alan operasyonel işlemlerin yürütülmesinden sorumludur. Direktifte UCITS varlıklarının bir saklama kuruluşu nezdinde saklanması zorunlu tutulmuştur. Saklamacı kuruluş, menkul kıymetlerin saklamasını yapmakla beraber önemli bir gözetim ve kontrol görevi de üstlenmektedir. Saklamacının sorumlulukları aşağıda özetlenmektedir.

- Fon paylarının satışı, ihracı, geri alımı, ödemesi ve iptalini mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olarak yapmak,
- Fon değerinin mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olarak hesaplanmasını sağlamak,
- Mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olmak kaydıyla fon yönetimi şirketinin talimatlarını yerine getirmek,

“AB Pasaportu sayesinde fon yönetimi şirketleri, kurulduğu ülke dışında diğer üye ülkelerde de faaliyetlerini sürdürme hakkı elde etmektedir. Bu yetkiyi alabilmesi için bu tür şirketlerin ev sahibi ülkenin yetkili otoritesine bildirimde bulunması yeterli olmaktadır.”



- Fonun varlıkları ile ilgili işlemlerde takas bedellerinin gerekli süreler içinde alınmasını veya ödenmesini sağlamak,
- Yatırım fonu gelirlerinin mevzuat ve içtüzük hükümlerine göre oluşumunu sağlamaktır.

Fon yönetim şirketleri ve UCITS fonlarına "AB pasaportu" ile Birlik çapında faaliyet gösterme yetkisi verilirken, saklamacılar için "AB pasaportu" bulunmamaktadır. Bir ülkenin yetkili otoritesince saklamacı olarak tanınan bir kurum, başka bir ülkede faaliyet göstermek istediğinde, o ülkede ayrıca yapılıncalı, o ülkenin yetkili otoritesinden izin alınmalı ve yeniden "saklamacı kuruluş" olarak tanınmalıdır.

VI. UCITS III Direktifleri

UCITS III Direktifi temelde iki ayrı direktifin (yönetim ve ürün direktifleri) birleşiminden oluşmaktadır. Kolektif yatırım kuruluşlarının faaliyet alanlarını düzenlemesi açısından bu iki direktiften "**Yönetim Direktifi**" daha çok ön plana çıkmaktadır.

Yönetim Direktifi

Yönetim Direktifi, fon yönetim şirketlerine, "Avrupa Pasaportu" sahip olma hakkını vermektedir. AB ülkelerinde işlerlik kazanmak ve faaliyetlerini daha geniş alanlarda sürdürmek isteyen fon yönetim şirketleri için basitleştirilmiş fakat daha kapsamlı bir direktif oluşturulmuştur. Bu Direktif ile fon yönetim şirketlerinin ne gibi özelliklere sahip olması gerektiğinden, denetleme yöntemlerine kadar birçok konu düzenleme altına alınmaktadır. AB Pasaportu sayesinde fon yönetim şirketleri, kurulduğu ülke dışında diğer üye ülkelerde de faaliyetlerini sürdürme hakkı elde etmektedir. Bu yetkiyi alabilmesi için bu tür şirketlerin ev sahibi ülkenin yetkili otoritesine bildirimde bulunması yeterli olmaktadır. Ayrıca Direktifin getirdiği diğer bir konu ise bir UCITS fonunun, faaliyetlerini daha verimli yürütebilmesi amacıyla fon yönetimi şirketinin kayıtlı bir ofisininin bulunduğu üye ülkede yer alması ge-

rekliliğidir. Bu amaca yönelik biri yerleşik iki yeterli tecrübeye sahip yöneticinin de fonun faaliyetleri ile ilgili sorumluluğu bulunmaktadır. Ayrıca fon yönetimi şirketi bazı fonksiyonlarını, bu işleri yapabilecek niteliklere sahip diğer hizmet sağlayıcılarına delege edebilmektedir. Bu durumda şirketin sorumluluğu devam ederken, delege ettiği işlerin yürütülmesi sırasında kontrol ve denetim görevlerini yerine getirmektedir. AB pasaportu, fon yönetim şirketine kurulu olduğu ülke dışında AB üyesi ülke otoritelerine bildirim yaparak faaliyetlerini genişletme imkanı vermektedir.

Yönetim Direktifi, yatırımcıya kolaylık ve ulaşılabilirlik sağlamak amacıyla "basitleştirilmiş içtüzük" (simplified prospectus) kavramını getirmiştir. Fonların satışı sırasında basitleştirilmiş içtüzük, yatırımcıların dikkatine sunulması zorunludur. Böylece üye ülkeler arasında fonlar ile ilgili belge gereksinimi açısından standart bir yaklaşım sağlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda söz konusu içtüzükde aşağıdaki konular yer almaktadır.

- Fonun tescil edildiği ülkeler ve fon yönetim şirketinin, servis sağlayıcıların, fon kurucusunun ve fon denetçisinin kimlikleri,
- Yatırım amaç ve ilkeleri, risk uyarıları ve yatırımcı profili,
- Vergi rejimi, ücretler, komisyonlar ve harcamalar,
- Fon pay alım/pay satım/pay çevirme ayrıntıları, dağıtım politikası ve Net Aktif Değeri (NAV) paylaşımının detayları,
- Düzenleyici otoritenin ismi ve tanıtım broşürü ile fon raporlarının nereden tedarik edilebileceği bilgisi.

Yönetim Direktifine göre; AB çapında faaliyet gösterecek olan fon yönetim şirketinin, ilk aşamada sermaye yeterliliğini sağlaması gerekmektedir.

- Fon yönetim şirketinin, ilk başlangıç sermayesi en az 125 bin Euro olmalı,
- Toplam yönetilen varlıklar 250 milyon Euro yu aştığı durumda, başlangıç sermayesi 10 milyon Euro ya erişene kadar, aşan kısım üzerinden %0.02

ek sermaye sağlanmalıdır.

Başlangıç sermayesi 10 milyon Euro nun üzerinde ise portföy büyüklüğüne bağlı sermaye ihtiyacı gereği kalmamaktadır.

Ürün Direktifi

Ürün Direktifi'nin amacı, kolektif yatırım kuruluşlarının sınır ötesi pazarlamasında uygulanan mevcut engelleri ortadan kaldırarak, yatırım yapmak için finansal araçlardaki çeşitliliği artırmaktır. Ayrıca, her bir finansal enstrüman için belirli yatırım sınırlamaları getirmektedir. Bu yeni Direktif ile para piyasası fonları, endeks fonlar, fon sepetleri ve türev ürünlere dayalı fonların, UCITS fonu olarak kurulması mümkün hale gelmiştir.

UCITS III Direktifleri, etkin portföy yönetimi teoremi altında UCITS fonlarına türev ürünlerine yatırım yapma imkanı vermektedir. Ürün Direktifi ile türev ürünlerine yatırımlar, organize piyasada işlem görenler dışında tezgah üstü piyasadaki işlemleri de kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Türev ürünlerine yapılacak yatırımların toplamı, UCITS fonunun toplam net aktif değerini aşmamaktadır.

Bir diğer önemli konu fon yönetim şirketinin, her an gözetim ve kontrol ettiği, fon portföyünün toplam riskini ölçen bir risk yönetimi sürecinin varlığının olmasıdır. Türev ürünlerine yatırım yapan fonların risk yönetimi sistemleri, yetkili otoriteler tarafından talep edilmektedir. Özellikle tezgah üstü piyasada gerçekleştirilen bu tür işlemlerin günlük olarak güvenilir ve doğrulanır değerlemeye tabi olması gerekmektedir. Ayrıca, işlemlerin karşı taraflarının yetkili otoriteler tarafından denetlenen bir kurum olması zorunludur.

Ürün direktifli aşağıdaki finansal enstrümanları içermektedir:

- Devredilebilir menkul kıymetler ve para piyasası araçları
- Banka mevduatları
- Diğer yatırım fonları payları
- Finansal türev araçları
- Endeks fonları

Avrupa fon endüstrisi, 2010 yılından önce uygulamaya geçilmesi beklenmeyen UCITS IV Direktifleri üzerinde çalışmalarını sürdürmektedir. Söz konusu yeni Direktif içerisinde en önemli konu, fon yönetim şirketlerinin de tam pasaporta sahip olmasıdır. Bu tam pasaport, fon yönetim şirketlerine, fonlarını, üye ülkelerin merkezi otoritelerinin talep ettiği yönetsel fonksiyonların tamamını gerçekleştirmek zorunda olmadan, Avrupa Birliği içerisinde pazarlayabilmesi imkanı tanımaktadır. Bugün fon endüstrisinde ağırlığı olan üye ülkeler arasında bahsedilen yönetsel fonksiyonların tamamı yerine bir kısmının kaldırılması tartışılmaktadır.

Değerlendirmeler

Düzenlemelerin son uyarlanması olan UCITS III direktifinin etkin olabilmesi üye devletlerin bu Direktifi nasıl uyguladıkları ile alakalıdır. Birçok ülke bu Direktifi kendi iç tüzüğüne uyumlu hale getirmiştir. Türkiye'ye baktığımızda ise, UCITS Direktiflerine henüz tam anlamıyla uyum sağlanamadığı görülmektedir. Türkiye'de Avrupa Birliği mevzuatına uyum çalışmaları çerçevesinde UCITS Direktifi çeşitli dönemlerde gündeme gelmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), UCITS Direktifi ile uyumlu fonların ülkemizde de kurulabilmesi için bir kanun taslağı hazırlamıştır. Bu maksatla SPK, Almanya'nın yetkili otoriteleri ve düzenleyici kurumları ile birlikte yaklaşık iki yıl sürdürdüğü çalışmaların ardından, AB Eşleştirme Projesini 2007 yılı sonunda tamamlamıştır. Projenin hedefi, sermaye piyasası mevzuatının AB müktesebatı ile uyumlaştırılması ve doğru uygulamasının sağlanması ve dolayısıyla yatırımcı haklarını koruyacak düzenlemelerin yerleştirilmesi sonucunda sermaye piyasaları vasıtasıyla yapılan yatırımların artırılmasıdır. Önümüzdeki yıl yasalaşması beklenen yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile UCITS Direktiflerine tam uyumlu fonların kurula-

bilmesi ve ülkemizin AB üyeliği gerçekleştiğinde, AB Pasaportu sayesinde ülkemizde kurulu fonların, AB üye ülkelerinde satılabilmesi mümkün olacaktır.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisi - İstatistikler

Avrupa yatırım fonları endüstrisi 2008 yılının ilk çeyreğinde %6.9 oranında azalarak 7.380 milyar Euro'ya gerilemiştir. UCITS Direktiflerine uygun kurulan fonların büyüklüğü %8 düşüşle 5.704 Euro seviyesine ulaşırken, non-UCITS fonların büyüklüğü %2.7 düşüşle 1.676 milyar Euro olmuştur. Global piyasalarda yaşanan finansal çalkantılar sebebiyle, para piyasası fonları hariç tüm fonların varlıklarında ciddi azalışlar görülmüştür.

2007 yılı sonunda %40 seviyesinde olan UCITS hisse senedi fonlarının toplam UCITS fonları içindeki payı, %36'ya gerilemiştir. Hisse senedi fonlarını sırasıyla bono fonları %22, para piyasası fonları %20, dengeli fonlar %16, fon se-

petleri %2 ve diğer UCITS fonları %4 olarak takip etmiştir. UCITS fonlarının net satışlar kalemi üst üste dört çeyrek düşmektedir. Bu çeyrekte de fonlardan net olarak 31 milyar Euro çıkış yaşamıştır. UCITS fonlarından en yüksek çıkış, 77 milyar Euro ile hisse senedi ve 40 milyar Euro ile bono fonlarında yaşanmıştır. Diğer taraftan para piyasası fonlarının satışında 82 milyar Euro artış görülmüştür.

2008 yılının ilk çeyreğinde finansal varlıklarda yaşanan değer kaybı nedeniyle non-UCITS yatırım fonları, toplamda azalırken, net satışlar kalemi 16 milyar Euro artış göstermiştir. Bu artış özel fonlarda yaşanırken, gayrimenkul ve diğer kategorisindeki fonlar ufak miktarda yükseliş göstermiştir.

Ülkelerin ulusal gereksinimlerine göre düzenlenen yatırım fonu niteliğindeki non-UCITS fonların %44'ü Almanların olmak üzere %60'ı özel fonlardan, %14'ü gayrimenkul fonlarından, ve kalan kısmı ise ülkelerin kendi özel düzenlemelerine göre kurulan fonlardan oluşmaktadır.

Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

Üye Ülkeler	31/03/2008		31/12/2007		31/13/2007	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim(1)	EUR m	% değişim(2)
Avusturya	153,180	2.1%	165,584	-7.5%	169,969	-9.9%
Belçika ⁽³⁾	126,494	1.7%	126,494	-	129,217	-
Çek Cumhuriyeti	6,292	0.1%	6,101	3.1%	5,414	16.2%
Danimarka	123,487	1.7%	132,215	-6.6%	125,970	-2%
Finlandiya	58,588	0.8%	66,000	-11.2%	64,708	8.3%
Fransa	1,443,900	19.6%	1,508,300	-4.3%	1,565,500	-7.8%
Almanya	989,515	13.4%	1,040,937	-4.9%	1,042,838	-5.1%
Yunanistan	20,117	0.3%	22,912	-12.2%	23,514	-14.4%
Macaristan	12,123	0.2%	12,571	-3.6%	10,571	14.7%
İrlanda ⁽⁴⁾	806,333	10.9%	806,768	-0.1%	769,145	4.8%
İtalya	323,333	4.4%	353,712	-8.6%	383,855	-15.8%
Liechtenstein	18,616	0.3%	20,452	-9.0%	17,359	7.2%
Lüksemburg	1,895,445	25.7%	2,059,395	-8.0%	1,927,360	-1.7%
Hollanda	82,360	1.1%	90,958	-9.5%	102,777	-19.9%
Norveç	41,733	0.6%	50,749	-17.8%	44,540	-6.3%
Polonya	30,475	0.4%	36,926	-17.5%	29,899	1.9%
Portekiz	33,028	0.4%	36,212	-8.8%	39,282	-15.9%
Romanya	2,963	0.0%	3,517	-15.8%	2,854	3.8%
Slovakya	4,160	0.1%	3,936	5.7%	3,412	21.9%
Slovenya	3,358	0.0%	4,134	-18.8%	3,244	3.5%
İspanya	260,206	3.5%	278,796	-6.7%	292,283	-11%
İsviçre	161,153	2.2%	159,853	0.8%	152,272	5.8%
İsveç	123,135	1.7%	139,380	-11.7%	142,214	-13.4%
Türkiye	15,089	0.2%	18,104	-16.7%	15,539	2.9%
İngiltere	645,358	8.7%	796,954	-19.0%	805,094	-19.8%
Tüm fonlar	7,380,441	100%	7,940,960	-7.1%	7,868,934	-6.2%
UCITS varlıkları	5,704,313	77.3%	6,200,417	-8%	6,188,232	-7.8%

(1) Aralık 2007 - Mart 2008 karşılaştırması; (2) Mart 2007- Mart 2008 karşılaştırması; (3) 2007 Sonu; (4) Şubat 2008.

Kaynak: EFAMA

Kurumsal Yatırımcı'nın 2.sayısında TKYD vergi Mevzuat Komitesi'nin 7-8 Haziran tarihleri arasında Antalya'da yapılan TKYD-Maliye Bakanlığı ve SPK katılımıyla gerçekleştirilen Arama Konferansı öncesinde sektörün vergi ve mevzuat konusundaki beklentileri ile sektörün sorunlarına ilişkin kapsamlı çalışmayı ele alacağız.

Vergi Mevzuat Komitesi

Komite Başkanı ve TKYD Başkan Yardımcısı Dr. Ahmet Erelçin başkanlığında yürütülen çalışmalar iki ana başlık altında yapıldı. Birinci başlıkta sektörün vergi düzenlemeleri ile ilgili görüş ve öneriler, ikinci başlıkta ise kolektif yatırım araçları endüstrimizin gelişmesine yönelik mevzuat alanında sektörün ihtiyaçları ve sorunları ele alındı.

Her iki çalışma da Arama Konferansı öncesinde Maliye Bakanlığı ve SPK yetkililerine TKYD görüşü olarak iletilerek, konferansta bu konuların tartışmaya açılması sağlandı.

1. VERGİ

Bu çalışmada:

- Mevcut BSMV kanununun 1980 lerde düzenlendiği; günümüz piyasa şartları ve ürünlerinin gerisinde kaldığı; bu nedenle de Yatırım Ortaklıklarında BSMV ödenmesi gibi tutarsız uygulamalarla karşılaşıldığı,
- VOBAŞ'da yapılan işlemlerden elde edilen kazançlarda uygulanan stopaj muafiyetinin uzatılması,
- Portföylerinin %51'den fazlasını VOBAŞ'da değerlendiren fonlara stopaj muafiyeti getirilmesinin uygun olacağı görüşü,
- Yatırım Fonları'nın meblağ içeren evraklarının noter tasdikinin Harçlar Kanunu'na tabi olması nedeni ile kuruluş ve sermaye artırımlarında yüksek masraflar oluştuğu,

-Vakıfların portföy yönetimi ile yönettikleri fonlarının kurumlar vergisine tabi olmasının kurumsal yatırımların büyümesine engel teşkil etmekte ol-

duğu ve söz konusu faaliyetlere esas teşkil edecek hizmetin, portföy yönetimi şirketlerinden sağlanması durumunda elde edilen kazançlar ticari nitelikte değerlendirilemeyeceğine yönelik ilgili kanunda değişiklik yapılmasının uygun olacağı,

- Portföy Yönetimi şirketlerinin özel portföy yönetimi altında yönettiği müşterileri için yapılan işlemlerin ilgili portföy yönetimi şirketinin adına gerçekleştirilmesi ve şirketin yönettiği portföylere bu işlemi dağıtabilmesi imkanı sağlanması,
- Bireysel emekliliğin özendirilmesi için Vergiden muaf tutulan katılım paylarının asgari ücretin iki katına çıkartılabileceği, yürürlükteki mevzuatın buna müsait olup, sadece hükümet kararı gerektiği görüşleri ele alınmıştır.

2. MEVZUAT

Bu çalışmada;

A - YATIRIM FONLARI

- Fonların strateji ve benchmarkları konusunda yeni düzenlemelere ihtiyaç olduğu,

- Değişen piyasa koşullarına göre fonların yeniden sınıflandırılması gerektiği,
- SPK web sitesinde yer almakta olan sürekli bilgilendirme formlarının zamanında güncellenmesinin önemi,

- Kurumlar arası özel anlaşma ve gereksiz altyapı yatırımları yapmadan ortak bir platform üzerinden tüm fonların tüm kanallarda satılabilmesine imkan tanınması,

- Halka Arzlarda kurumsal yatırımcılara daha fazla tahsisat yapılmasının önemi;

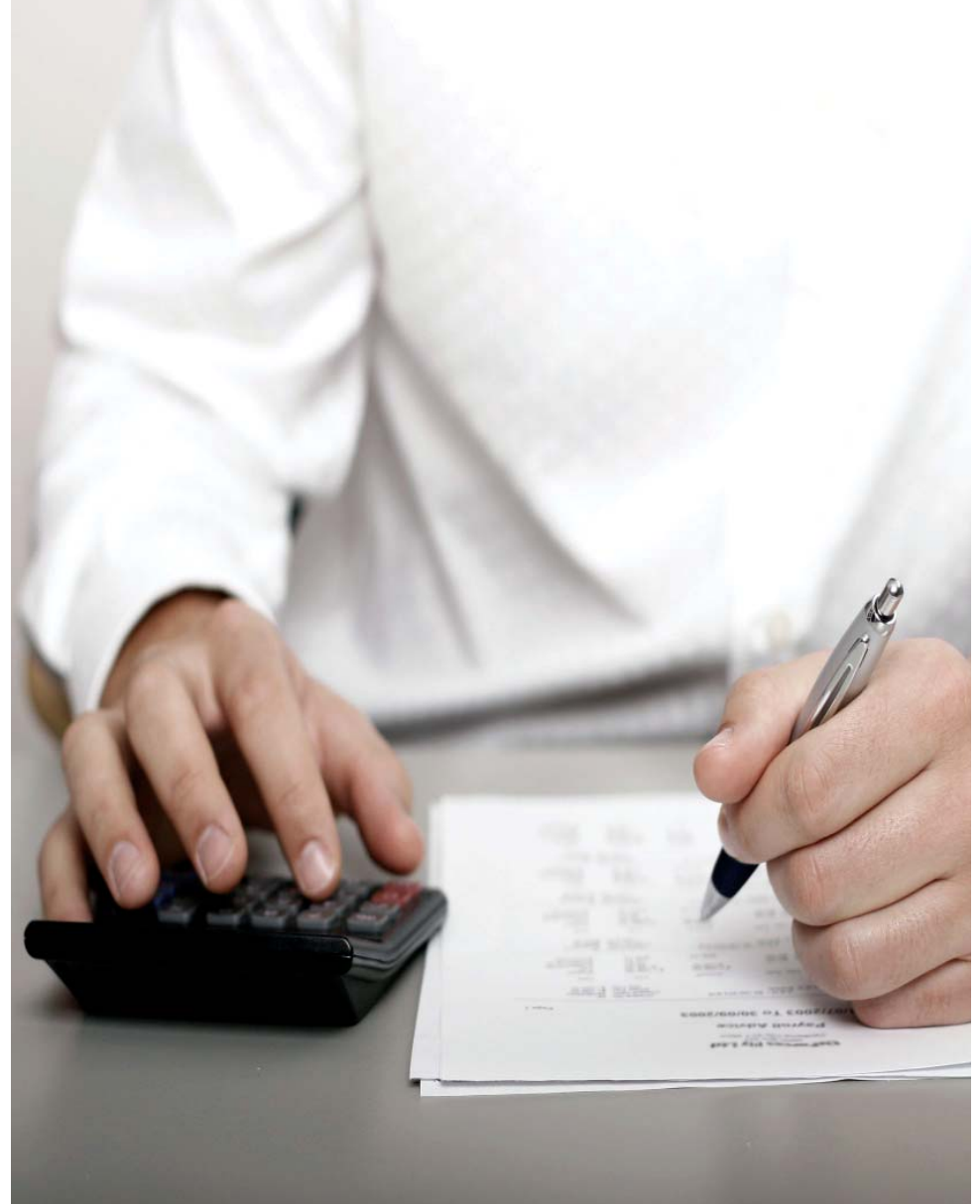
- Emeklilik fonlarında olduğu gibi belli limitler dahilinde yatırım fonlarının da bankalarda mevduat yapabilmesi,

- Performans bazlı bir yönetim ücreti uygulamasının, tüm yatırım ve emeklilik fonları açısından yararlı ve olumlu etkileri olabileceği,

- USD 100 milyarı geçen DTH ların bulunduğu bankacılık sektöründe yabancı para cinsinden muhasebe tutulmasına izin verilerek kur farkları vergiden muaf tutulurken fonlara bu imkanın tanınmaması haksız rekabet yarattığı;
- Fon başvuru süreçlerinin gözden geçirilerek yalınlaştırılması gerektiği,
- Yarı-açık uçlu korumalı ve garantili fonlara tebliğ içinde yer verilmesi ve bu tür fonların da yatırım fonları gibi türev ürünlere yatırım yapmalarının sağlanması,
- Yatırım fonlarının türev işlemlerine ilişkin mevzuatın yeterince detaylandırılması ;
- Yatırım fonlarının portföylerinde bulunan DİBS'leri ödünç verip veremeyeceği, verebilmeleri halinde izlenecek yol konusunda açıklamaya ihtiyaç duyulduğu,
- Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve Yatırım Fonlarına Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Alınması ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına Borsa Yatırım Fonu alınabilmesi için gerekli düzenlemeleri yapılması,
- Borsa Yatırım Fonlarında pay yaratma ve geri alım işlemlerinin nakit karşılığı yapılabilmesine olanak sağlanması,

B-EMEKLİLİK FONLARI

- Emeklilik yatırım fonlarının strateji ve benchmark değişikliği ve fon yöneticisi değişikliği konusundaki sürecin kısaltılarak yatırım fonlarında olduğu gibi Fon Kurulu Kararının yeterli olması gerektiği,
- Günlük fiyatların yayınlanmasını uzun vadeli bir ürün olan bireysel emeklilik fonlarının ruhuna aykırı olduğu,



- Piyasanın halen yeterli derinliğe sahip olmadığı göz önünde bulundurularak emeklilik fonlarındaki portföyde aynı gruba ait hisse senedi üst sınırının %20 den yukarıya çekilmesi,
- Katılım paylarının minimum %30'unu devlet iç borçlanma senetlerine yatırma zorunluluğu nedeniyle, döviz bazlı bireysel emeklilik planlarının FX DİBS'lere yöneldiği, ancak bu piyasanın sığılığı nedeniyle, mevzuattaki oran kısıtlarına uyumda zorluk çekildiği, Türk Eurobondlarının bu kapsamda DİBS'lere eşdeğer hale getirilmesinin sorunu çözebileceği,
- Emeklilik Fonlarının portföylerinden ödünç verme sınırının yatırım fonları mevzuatında olduğu gibi %25'e yükseltilmesi,
- Emeklilik Fonlarının ileri valörlü işlemlerde ve türev enstrümanlara yatırım yapma konusunda, yatırım fonları ile aynı kurallara tabi olması, eşit rekabet koşullarının sağlanması,
- Yatırım ve Emeklilik Fonları portföyünde bulunan varlıkların kapanış fiyatlarıyla değerlendirilmesinin daha doğru olacağı gibi çok geniş bir yelpazadaki konu ve görüşler ele alınmıştır.

TKYD - MALİYE BAKANLIĞI - SPK ARAMA KONFERANSI 7-8 HAZİRAN 2008

TKYD, Maliye Bakanlığı Gelir İdaresi Başkanlığı, Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü ve SPK yetkililerinin katılımı ile kurumsal yatırım sektörünün değerlendirildiği 2008 Arama Konferansı'nı 7-8 Haziran 2008 tarihleri arasında Antalya Sheraton Otel'de gerçekleştirdi.

İki 2007 yılı Nisan ayında yapılan ve TKYD'nin 5 yıllık yol haritasının çizildiği, vizyon, misyon ve ana hedeflerinin belirlendiği ve sadece TKYD Yönetimi ile SPK yetkililerinin katıldığı Arama Konferansı'nın ikincisi, daha geniş bir perspektifte ele alınarak, ilk kez Maliye Bakanlığı

üst düzey yöneticilerinin de toplantıya katılmalarıyla yapıldı. Kolektif Yatırım Araçları Endüstrimizin gelişimi için sektörün beklentileri ve sorunları ele alınarak ortak bir çözüm önerileri paketi oluşturuldu.

Oğuz Babüroğlu yönetiminde yapılan arama konferansına, Maliye Bakanlığı

Gelir İdaresi Başkanlığı, Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü ve Sermaye Piyasası Kurulu üst düzey yetkilileri, Kurumsal Yatırımcılar Dairesi yetkilileri ile TKYD Yönetim Kurulu üyeleri katıldı.

Konferans öncesinde Vergi ve Mevzuat Komitesi'nin sektör görüşlerini ele alarak geniş kapsamlı olarak hazırlanmış olduğu iki ayrı çalışma (Mevcut ve geleceğe yönelik vergi düzenlemelerine ilişkin Çalışma ve Kolektif Yatırım Araçlarının gelişimi için sektörün beklenti ve önerilerinin yer aldığı Çalışma) konferansta ele alınarak katılımcılar tarafından çözüm önerileri oluşturuldu.

TOPLANTIDA ELE ALINAN KONULAR VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ - ORTAK YOL HARİTASI

Arama Konferansı, iddia sahiplerinin (TKYD Yönetimi, Maliye Bakanlığı ve SPK yetkilileri) TKYD'nin ve yatırım piyasalarının geleceğinin tasarım ve uygulama sürecinde bizzat yer alması ve ortak akıl üretmesi için kullanılan, ARAMA Katılımlı Yöntem Danışmanlık tarafından uygulanan katı-



7-8 Haziran Antalya Arama Konferansı Katılımcıları

lımlı bir yöntemdir. Bu katılımlı yöntem yaklaşımının, TKYD'nin geleceğinin tasarlanması ve uygulanması sürecine iki açıdan fayda sağlayacağı düşünülmektedir.

Birincisi, TKYD'nin geleceği, ilişkileri ve değişimi için iddia sahiplerinin bilgi ve tecrübelerinden yararlanarak ortak akli çıkarmayı hedeflemektedir. İkincisi, bu değişime sistemsel yaklaşım getirmektedir. Bu süreç, hazırlık, Arama Konferansı'nın uygulanması ile sonuçların derlenmesi ve izlenmesi olmak üzere üç ana bölümden oluşmakta.

Hazırlık aşamasında TKYD tarafından sektör beklentilerini ele alan bir çalışmanın toplantı öncesinde katılımcılara paylaşımları sağlandı.

Toplantının ilk gününde sektörün ihtiyaçları ve sorunları toplu olarak ele alındıktan sonra, bu konular oluşturulan gruplarda tartışıldı. İkinci günde de konular önceliklendirilerek çözüm önerileri oluşturuldu. Toplantı sonrasında yapılan değerlendirme raporu katılımcılarla paylaşıldı. Sektörün geleceğine yönelik, kamu otoritesinin de görüş ve önerileri de dikkate alınarak yapılması gereken çalışmalar ortaya çıkarıldı. Komiteler ilgili konular üzerinde önümüzdeki dönemde çalışmalar yaparak bu konuda Maliye Bakanlığı yetkilileri ve SPK yetkilileri ile ilişkilerini daha yoğun bir şekilde sürdürecektir.

Toplantıda öne çıkan konular;

- Türkiye'de gelişen kolektif yatırım araçları ve portföy yönetimi endüstrisinin yeni dönemde nasıl bir yapılanma içinde olması gerektiği, global gelişmeler ve Türkiye'ye olan etkileri,
- Kurumsal yatırım kültürünün ve kolektif yatırım araçlarının gelişimi için neler yapılması gerektiği, Türk Sermaye Piyasasına yeni ürün olarak gelen Korumalı Fonların, Garantili Fonların ve Serbest Fonların (Hedge Fon-



lar) sektöre kazandıracakları ve bu fonlarla ilgili düzenlemelerle ilgili olarak kamu otoritesine görüşlerin bildirilmesi ve karşılıklı paylaşım için çalışmalara önem verilmesi,

- Sektörün ve TKYD'nin tanınırlığı için sürdürülmekte olan iletişim faaliyetlerinin daha geniş bir alanda ele alınarak reklam kampanyaları ile desteklenmesi, ticaret odaları ve üniversitelerle yakın işbirliğinin sağlanması ve bu çerçevede ulusal ve uluslararası konferansların sürdürülmesi,

- Yakın bir gelecekte yürürlüğe girmesi beklenen yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun sektörün ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde düzenlenmesi konusunda SPK ile ortak çalışmaların sürdürülmesi,

- Emeklilik ve yatırım fonlarının yönetimini kolaylaştıracak yeni düzenlemeler ve vergi düzenlemeleri ile ilgili beklentiler, düzenleyici kurumlarla sektörün koordinasyonunu artıracak yaklaşımlar içinde olunması,

- Sektöre özgü hukuki altyapının oluşturulması, sektörel istatistiklerin oluşturulması, operasyonel standart-

ların oluşturulması ve gelişimi için çalışmaların yapılması; gibi konular ön plana çıktı.

TKYD Başkanı Gür Çağdaş toplantı sonunda yaptığı kapanış konuşmasında, "Maliye Bakanlığı Gelir İdaresi Başkanlığı, Gelir Politikaları Genel Müdürlüğü ve SPK yetkilileri ile sektörümüzün yöneticilerinin bir araya geldiği önemli bir çalışma gerçekleştirdik. Bu çalışma ile kolektif yatırım araçları ve portföy yönetimi endüstrisinde önemli gelişmelere neden olacak fikirlerin oluşmasına bir zemin yaratıldı. Sektörümüzün gelişmesi için yapmak istediğimiz çalışmalar, düzenleyici kurumlarla paylaşma ve onların katkılarına alma fırsatı bulduk," dedi. Çağdaş, TKYD olarak önümüzdeki dönemde de, Sermaye Piyasalarımızın gelişimi için yasal otorite ile ortak çalışmalar yapmaya devam edeceklerini belirtti.

Yeniden yapılandırılmakta olan TKYD Çalışma Komiteleri önümüzdeki dönemde daha aktif çalışarak sektörün sorunlarına ve beklentilere yönelik projeleri hayata geçirerek sektörün büyümesine destek verecekler.



CİHAT KUMUŞOĞLU
Eski Hesap Uzmanı



MEHMET BİNGÖL
Eski Hesap Uzmanı

Yatırım Ortaklıklarının Çeşitli Vergi Kanunları (Kurumlar Vergisi, BSMV, Gelir Vergisi Stopajı) Karşısındaki Durumu*

Yatırım ortaklıklarının Türk vergi mevzuatı karşısındaki durumu bu yazımızın konusunu oluşturmaktadır. Yazımızın ilerleyen bölümlerinde Yatırım Ortaklıklarının Gelir Vergisi Kanunu ile Kurumlar Vergisi Kanunu'nun ilgili maddeleri ve Gider Vergileri Kanunu'nun Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi hükümleri karşısındaki durumu ele alınacaktır.

I.Sermaye Piyasası Mevzuatı Yönünden Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları:

Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde kurulan menkul kıymet yatırım ortaklıkları 31.07.1992 tarih Seri:VI-No:4 sayılı SPK tebliği uyarınca sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumuudur.

Yatırım ortaklıkları şu faaliyetlerde bulunabilmektedirler:
Portföy işletmek amacıyla;

- Ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,
- Portföy çeşitlendirmesiyle yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek bir biçimde dağıtmak,
- Menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak,
- Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak

Aynı tebliğde yatırım ortaklıklarının yapamayacakları işler de belirtilmiştir. Buna göre Yatırım ortaklıkları;

- Ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar,
- Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar,
- Ticari, sına-i ve zira-i faaliyetlerde bulunamazlar,
- Aracılık faaliyetlerinde bulunamazlar.

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince sadece "portföy işletmeciliği" faaliyetlerinde bulunabilmekte ve buradan da menkul kıymet portföy kazancı elde etmektedirler. Bu açıdan bakıldığında Menkul Kıymet Yatırım Fonlarına benzemektedirler.

Yaptıkları faaliyetler açısından bakıldığında yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları arasında niteliksel bir farklılık yoktur. İnançlı mülkiyet esasına göre kurulan bu iki yapı arasındaki temel fark; Menkul Kıymet Yatırım Fonları'nın tüzel bir kişiliği yok iken Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları tüzel kişiliğinin olmasıdır. Bunun dışında bir farklılık söz konusu değildir. Bu nedenle de Menkul Kıymet Yatırım Fonları açık uçlu, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ise kapalı uçlu yatırım fonu olarak tanımlanmaktadır.

Bu sebeple, aptıkları faaliyetler ve işledikleri fonksiyonlar itibarıyla öteden beri (Sermaye Piyasası Kurulu'nun başlangıcından bu yana), gerek Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve gerekse Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları "kurumsal yatırım kuruluşları" olarak tanımlanmaktadır.

*Vergi Dünyası dergisinin Haziran sayısında yayınlanmıştır.

II. Kurumlar Vergisi Yönünden Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları:

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları (ve Menkul Kıymet Yatırım Fonları) Sermaye Piyasası Mevzuatı gereğince sadece "portföy işletmeciliği" faaliyetlerinde bulunabilmekte ve buradan da menkul kıymet portföy kazancı elde etmektedirler.

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 2 inci maddesi uyarınca "kurumlar vergisi mükellefi" olarak tanımlanan bu fon ve ortaklıklar, faaliyet konuları nedeniyle yine aynı Kanunun 5 inci maddesi uyarınca kurumlar vergisinden istisna tutulmuşlardır.

Söz konusu 5. maddenin (1) fıkrasının (d/1) bendine göre; "Türkiye'de kurulu, menkul kıymetler yatırım fonlarının veya ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuşdur.

Buna göre bu ortaklık ve fonların Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde yapmış oldukları faaliyetler yıllık kurumlar vergisinden müstesnadır. Hisse senetleri ve Hazine bonusu alım satım kazançları, temettü gelirleri, repo gelirleri bu kapsamdaki "portföy işletmeciliği" işlemlerinin başlıcalarıdır.

Öte yandan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları'ndan kar payı elde eden tam mükellef kurumlar açısından bu gelirler kurum kazancına dahildirler. Burada Kurumlar Vergisi Kanununun 5/(1)-a/1 maddesindeki "iştirak kazançları istisnası" uygulanmamaktadır. Bilindiği üzere, diğer kurumlardan elde edilen temettü gelirleri iştirak kazancı olarak kurumlar vergisinden istisnadır.

III. Gelir Vergisi Yönünden Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları:

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının (ve Menkul Kıymet Yatırım Fonları) Gelir Vergisi Kanunu çerçevesinde vergilendirilmesi 1.1.2006 tarihinden itibaren kanunun Geçici 67. maddesi uyarınca yapılmaktadır. Bu vergi rejimi 31.12.2015 tarihine kadar devam edecektir. (G.V.K. Madde geçici 67/8)

Buna göre bu ortaklık ve fonlar nezdinde yıllık kazanç üzerinden herhangi bir stopaj vergilemesi söz konusu değildir. Yine bu ortaklıkların ve fonların elde etmiş olduğu Geçici 67 madde kapsamındaki gelirlerden de stopaj yapılmamaktadır. Başka deyişle bu ortaklık ve fonlar, elde ettikleri mevduat faizi, repo faizi, menkul kıymet alış satış karı gibi gelirlerini stopajsız olarak tahsil etmektedirler. (23.07.2006 tarih ve 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı)

Yatırım ortaklıklarının hissedarlarının hisse senedi el değiştirmelerindeki alım-satım kazançları ise aynı madde uyarınca 10% nispetinde Gelir Vergisi stopajına tabidir. Bilindiği üzere, bu stopaj alım-satım işlemi yapan banka veya aracı kurumlarca yapılmakta ve vergi dairesine ödenmektedir. Yatırım ortaklıklarında olduğu gibi Yatırım Fonlarının katılma belgelerinin fona iadesi de aynı şekilde 10% nispetinde Gelir Vergisi stopajına tabidir. Ancak, portföyünün en az 51%'i İMKB'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşan yatırım fonlarının katılma belgelerinin alım satım kazancı bu gelir vergisi stopajından istisnadır. Görüldüğü üzere, 1.1.2006 tarihinden itibaren 31.12.2015 tarihine kadar Yatırım Ortaklıklarından elde edilen gelirlerin gerçek kişiler açısından vergilendirilmesi Geçici 67. maddesi uyarınca yapılmaktadır. Böylece bu gelirlerin vergi rejimi de diğer finansal araçlardan elde edilen diğer gelirlerde olduğu gibi ana kanundan ayrılmıştır.

Buna göre, Yatırım Ortaklıklarından elde edilen temettü gelirleri dağıtım sırasında gelir vergisi stopajına tabi bulunmamaktadır. Bilindiği üzere diğer kurumlardan elde edilen temettü gelirleri 15% nispetinde gelir vergisi kesintisine tabidir. Böylece Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının hissedarları diğer kurum hissedarlarından elde ettikleri kar payı açısından 15% lik bir avantaja sahiptirler.

Yine aynı şekilde, elde edilen kar payı gelirleri gerçek kişiler açısından yıllık esasta gelir vergisi söz konusu de-

ğildir. Diğer kurumlardan elde edilen kar payları "menkul sermaye iradı" olarak yıllık gelir vergisine tabi iken yatırım ortaklıklarının yıllık beyan rejimine tabi olmaması, gerçek kişiler açısından avantaj yaratmaktadır. (1.1.2006 tarihinden önceki uygulamada ise alınan temettü gelirleri yıllık esasta gelir vergisi beyanına tabiydi ancak yine diğer temettü sahiplerine göre avantaja sahipti, zira bu gelir enflasyon indirimine tabi tutuluyordu.)

Yaptıkları faaliyetler açısından bakıldığında yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları arasında niteliksel bir farklılık olmadığını daha önce de ifade etmiştik. Bu nedenle de gerçek kişi yatırımcılar açısından her ikisinden de elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi "geçici madde 67 vergi rejimi" ile böylece paralel hale getirilmiş olmaktadır.

IV. Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi Yönünden Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları:

Yukarıda bahsettiğimiz üzere, yaptıkları faaliyetler açısından bakıldığında yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları arasında bir fark bulunmamaktadır. Sadece; Menkul Kıymet Yatırım Fonları'nın tüzel bir kişiliği yok iken Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının tüzel kişiliği vardır. Bunun dışında bir farklılık söz konusu değildir.

Yaptıkları faaliyetler ve işledikleri fonksiyonlar itibarıyla öteden beri (Sermaye Piyasası Kurulu'nun başlangıcından bu yana), gerek Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve gerekse Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları "kurumsal yatırım kuruluşları" olarak kabul görmektedirler. Bu nedenle ki, bu kuruluşlar "banker" veya "aracı kurumlar" gibi değerlendirilmemektedirler. Aracı kurumlardan (veya bankerlerden) farklı olarak, müşterileri için değil, kendi katılımcıları ve kendi ortakları için finansal piyasalarda yatırım yapmaktadırlar.

Oysa banker ve aracı kurumlar, kazanç elde etmek gayesiyle müşterileri için alım-satım faaliyetinde bulunmakta ve bu aracılık faaliyetlerinden de komisyon, ücret, v.b. gelirler elde

etmektedirler. Bu işlemlerden lehe kalan tutarlar üzerinden de BSMV ödemektedirler. Zaten bu nedenle de, bu kuruluşların kazancı kurumlar vergisine tabi bulunmakta iken, yatırım fon ve ortaklıklarının ki vergiden istisnadır.

Esasen bu sebeple de, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi kapsamında olmaması gerekir. Çünkü Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve Fonları 28. madde kapsamına girmemektedirler.

Madde 28 - (3297 sayılı Kanunun 16'ncı maddesiyle değişen şekli) Banka ve sigorta şirketlerinin 10/6/1985 tarihli ve 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanununa göre yaptıkları işlemler hariç olmak üzere, her ne şekilde olursa olsun yapmış oldukları bütün muameleler dolayısıyla kendi lehlerine her ne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralar banka ve sigorta muameleleri vergisine tabidir.

(2447 sayılı Kanunun 6'ncı maddesiyle değişen şekli) Bankerlerin yapmış oldukları banka muamele ve hizmetleri dolayısıyla kendi lehlerine her ne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralar (kendileri veya başkaları hesabına menkul kıymet alıp satmayı, alım - satıma tavassut etmeyi veya alıp sattıkları menkul kıymet karşılığı borçları ödemeyi taahhüt etmeyi meslek haline getirenlerin bu faaliyetleri dolayısıyla lehlerine kalan paralar ile mevduat faizi vermek veya sair adlarla faiz ve benzeri menfaatler sağlamak üzere devamlı olarak para toplama işiyle uğraşanların topladıkları paralara sağladıkları gelir ve menfaatler üzerinden komisyon, ücret, hizmet karşılığı gibi adlarla aldıkları paralar dahil) da banka muameleleri vergisine tabidir.



2279 sayılı Kanuna göre ikraz işlemleriyle uğraşanlarla ikinci fıkrada belirtilen muamele ve hizmetlerden herhangi birini devamlı olarak yapanlar bu Kanunun uygulanmasında banker sayılırlar. Bir şahsın münhasıran altın alım ve satımı ile uğraşması banker sayılmasını gerektirmez.

Görüldüğü üzere, Gider Vergileri Kanunu'nun 28 inci maddesinde verginin konusu aşağıdaki iki unsurun birden var olması şartına bağlanmıştır:¹

- Banka ve sigorta şirketlerince her ne şekilde olursa olsun, bir muamele yapılmış olması ve bundan dolayı,
- Kendi lehlerine her ne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben bir para alınmış bulunması.

Kanunun 1. fıkrasından anlaşıldığına göre, verginin doğması için bir banka veya sigorta şirketince her ne şekilde olursa olsun bir muamele yapılması ve bundan dolayı kendi lehlerine nakden veya hesaben bir para alınması gerekir.

Başka bir deyişle, BSMV için yukarıdaki iki unsurun birlikte var olması şarttır. Bir muamele yapılmış olmakla

beraber karşılığında bir para alınmış değilse, vergiyi doğuran olayın meydana gelmeyeceği şüphesizdir. Öte yandan, banka veya sigorta şirketi lehine, bir para alınmış fakat bu para bir muamele yapılmadan elde edilmişse vergiyi doğuran olay yine meydana gelmemiştir.

Maddenin 2. fıkrasından görüleceği üzere ise, aracı kurumlar da "Banker" sıfatı ile bu verginin mükellefidirler ve yaptıkları işlemler ve /veya verdikleri hizmetler dolayısı ile lehlerine kalan para bu verginin matrahını oluşturmaktadır. Maddenin genelinde "lehe alınan para" ibaresi kullanılırken, menkul kıymet alım satımı işlemleri ile ilgili olarak "lehlerine kalan paralar" ibaresi kullanılmıştır. Görüldüğü üzere burada özel bir vurgulama daha yapılmıştır. Çünkü aracı kurumlar esas itibarıyla menkul kıymet alım-satımı yapmaktadırlar. Bu ise bir aracılık faaliyetidir. Aracılık faaliyeti esas olunca da aracı kurumun bu işten sağladığı gelir üzerinden BSMV ödenmelidir ki gerçekçi olsun. Aynı madde içerisinde iki farklı kavram kullanılmasının anlamı budur.

¹ Mehmet Bingöl, Repo Ters Repo İşlemlerinde BSMV Matrahı, Vergi Dünyası, Eylül/2007, Sh.11

Yukarıdaki yasal açıklamaları özetleyecek olursak;

- Gider Vergileri Kanunu'nun 28. maddesine göre; "banka ve sigorta şirketlerinin" her ne şekilde olursa olsun yapmış oldukları bütün muameleler dolayısıyla kendi lehlerine, her ne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralar banka ve sigorta muameleleri vergisine tabidir.

- Banker ve aracı kurumlar ise esas itibariyle **müşterileri ile yaptıkları işlemlerden** kazandıkları paralar nedeniyle vergiye tabidir. Bir bankanın elde ettiği tüm gelirler vergiye tabi iken "aracı kurum" veya bankerlerin ve "portföy yönetim şirketlerinin" örneğin mevduat faiz gelirleri BSMV'ye tabi değildir. Zira mevduat faiz geliri, herhangi bir müşteri işleminde değil esasen kurumun kendi sermayesinin mevduata yatırılmasından elde edilmektedir. Öte yandan bu şirketlerin BSMV kapsamında olmayan bazı gelirleri de KDV kapsamındadır. (örneğin danışmanlık, sabit kıymet satışı v.b. gibi).

- Bu durumda, sadece kendi katılımcıları ve kendi ortakları için menkul kıymetlere yatırım yapan Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının ise BSMV kapsamında olmamaları gerekir.

Çünkü, yatırım ortaklıklarının bir portföy holding şirketinden bir farkı yoktur. Bir yada birkaç kişi bu amaçla bir A.Ş. kursalar ve menkul kıymet alıp-satsalar BSMV söz konusu olmayacak-

tır ve bu şirket yıl sonunda kar ederse sadece kurumlar vergisi ödeyecektir. Öte yandan, Vergi İdaresi'nin yatırım fonlarının BSMV kapsamında olmadığı konusunda muktezaları bulunmaktadır. < 27.1.1995-4947 ile 27.09.2006-74581 tarih ve sayılı muktezalar> Yukarıda da belirttiğimiz üzere, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları arasında niteliksel bir farklılık yoktur. Yatırım ortaklıkları yatırım fonlarının A.Ş. versiyonudur. Dolayısıyla Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarında da BSMV mükellefiyeti olmaması gerekir.

Sonuç olarak, BSMV bir "işlem vergisidir." Esasen kurumların müşterileri ile yaptığı işlemlerden elde edilen ve şirket lehine kalan komisyon, ücret v.b. gelirler üzerinden ödenir. (Bu vergi bir tür finansman ve sigorta hizmetlerine uygulanan muamele vergisidir.)² Yatırım ortaklıklarında ise müşteri söz konusu değildir, dolayısıyla müşterilerle yapılmış işlemlerden elde edilen gelir de söz konusu değildir. Bu nedenle, menkul kıymet yatırım ortaklıklarını BSMV kapsamına almak Kurumlar Vergisinden istisna olan kazançlar üzerinden %5 oranında kazanç vergilemesi yapmak sonucunu doğurur. Bu suretle, işlem vergisi aracılığıyla BSMV adıyla yıllık kazanç üzerinden %'lik kurumlar vergisi alınmış olur. Oysa bu ortaklıklara Kurumlar Vergisi Kanunu ile "portföy işletmeciliği istisnası" tanıyan kanun koyucunun böyle bir amacının olmadığı çok açıktır.

² İst YMM Odası, Mali Mevzuat Platformu, BSMV Matrahında Lehe Alınan Para, Şubat/2007, <http://www.istanbulymm.org.tr>

YATIRIM ORTAKLIKLARI

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. Kuruluşları ve faaliyet esasları sermaye piyasası mevzuatınca belirlenen söz konusu kurumların faaliyetleri açısından yatırım fonlarından farkı, yatırımcılarının şirketin sermayedarları olmasıdır. Yatırım ortaklıkları ülkemizde kapalı uçlu yatırım fonu olarak da tanımlanmaktadır. Bu açıdan menkul kıymet yatırım fonlarının tüzel kişiliği bulunmazken menkul kıymet yatırım ortaklıkları anonim şirket şeklinde kurulmaktadır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının portföyleri profesyonel olarak riskin dağıtılması ilkesi çerçevesinde profesyonelce yönetilmekte, bu sayede sermaye sahibi küçük yatırımcılar, tasarruflarını değerlendirirken en düşük risk seviyesinde en yüksek getiriye hedeflemektedir. Ayrıca yatırım ortaklıklarının, sermaye piyasası kurumu olmaması sebebiyle haftalık olarak portföyleri açıklanmakta, faaliyetlerini etkileyebilecek her türlü durum kamuya duyurulurken, tasarruf sahipleri şeffaf bir şekilde yatırımlarını takip edebilmektedir.

2008 yılı Haziran ayı itibariyle 34 adet olan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları'nın toplam portföy büyüklüğü 577,9 milyon YTL olarak gerçekleşmiş olup, bir önceki seneye göre % 3,7 oranında düşüş göstermiştir. ABD Doları bazında ise sektörün toplam portföy büyüklüğü 472 milyon ABD Doları tutarındadır.

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları'nın büyük kısmının piyasa fiyatları, net aktif değerlerine kıyasla iskontolu işlem görmektedir. Haziran 2008 itibariyle sektördeki iskonto oranı ortalama % 47 civarındadır. Bu iskontonun azaltılması amacına yönelik olarak yatırım ortaklıklarının, Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenecek esaslar dahilinde kendi paylarını piyasadan satın alabilmelerine olanak sağlayabilecek bir takım hukuki düzenlemeler yapılmasına çalışılmaktadır.



Dr. Kaan Evren Bolgün
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Müdür | Risk Yönetimi

“ Risk yönetimi alanında önemli bir pay sahibi olan opsiyon piyasaları bilindiği üzere birtakım volatilité analizlerinden yola çıkarak beklenen piyasa volatilitésinin fiyatlandırıldığı, karmaşık finansal stratejilerin uygulanabildiği gelişmiş finansal enstrümanlardır. ”

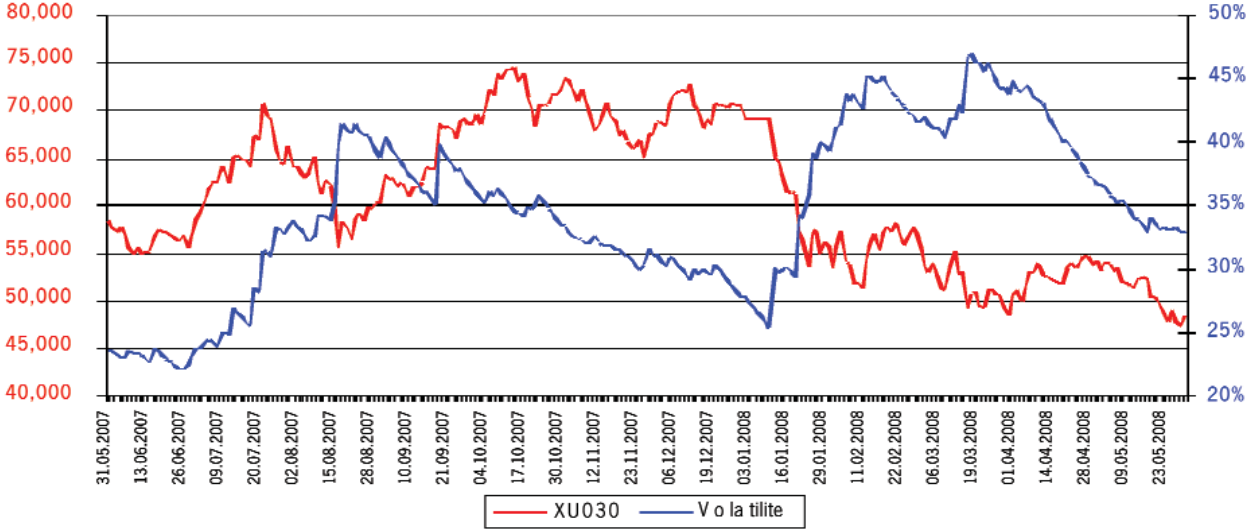
Opsiyon Portföylerinde Risk Bazlı Teminatlandırma

Türkiye’de 2005 yılının ilk çeyreğinde işlem görmeye başlayan Organize Vadeli İşlemler Piyasası, geçirdiği 3 yılın ardından piyasa profesyonellerinin bildiği birtakım problemlere rağmen önemli düzeyde bir işlem hacim genişlemesi gerçekleştirmiştir. Ancak toplam hacmin 2 finansal kontrat ve 2 vade üzerinden yürümekte olduğu gözönüne alındığında, gelişim potansiyelinin vadeli piyasaların bilinen amaçlarını tam olarak yansıttığını ifade etmemiz pek de mümkün olmayacaktır. Önümüzdeki dönemde İMKB30 hisse senetleri üzerine oluşturulacak olan vadeli hisse kontratlarının yanında enflasyona endeksli vadeli kontratlar ile önümüzdeki 1-2 yıl vadeli enstrüman piyasasında gelişmelerin devam etmesini beklemekteyiz. Organize piyasadaki bu gelişmelerin yanında finansal risklerin yönetiminde en az organize vadeli piyasalar kadar önemli olan tezgahüstü opsiyon

piyahasının da Türk yatırımcısının türev ürünler ile ilişkisi arttığı müddetçe önemli bir noktaya geleceğini düşünmekteyim. İşte bu noktadan yola çıkarak hazırlanan araştırma da opsiyon pozisyonlarının risk bazlı teminatlandırılmasını konusu incelenerek, uluslararası teminatlandırma yöntemlerinden bazı örnekler sunulmaktadır.

Risk yönetimi alanında önemli bir pay sahibi olan opsiyon piyasaları bilindiği üzere birtakım volatilité analizlerinden yola çıkarak beklenen piyasa volatilitésinin fiyatlandırıldığı, karmaşık finansal stratejilerin uygulanabildiği gelişmiş finansal enstrümanlardır. Volatilité konusuna girmişken uluslararası kredi piyasalarında Ağustos 2007 yılında ortaya çıkan finansal krizin ardından İMKB piyasasında yükseliş gösteren volatilité değeri, 2008 yılından itibaren hızlı bir şekilde yerini düşüş hareketine bırakmıştır. 1 yıllık ATM piyasa volatilitésisi Mayıs ayında %32 ile önemli ölçüde gerilemiş durumdadır.

Şekil 1. İMKB30 Tarihsel Volatilite Gelişimi (Ewma Modeli | 0.97)



Grafikten anlaşılacağı üzere azalan volatilite seviyesi nedeniyle, önümüzdeki dönemde İMKB30 spot hisse senetleri piyasasında alınacak olan Hisse Uzun pozisyonlarının, İMKB30 Endeks Alım Opsiyonları üzerinden ve yine spot hisse senetleri piyasasında alınabilecek olan Hisse Kısa pozisyonlarının ise, İMKB30 Endeks Satım Opsiyonları üzerinden tercih edilebileceğini dikkate alabiliriz. Her iki yöndeki opsiyon alım ve satım pozisyonlarının birleştirildiği kombinasyon da bilindiği üzere Çanak (Strangle) stratejisi olmaktadır.

Opsiyon pozisyonları ile volatilite beklentilerine dayalı olarak gerçekleştirilen alım/satım stratejilerinin çokluğunun yanında yazımızın konusu risk bazlı teminatlandırma yöntemi olduğu için kısaca opsiyon portföylerindeki Kredi Riski konusuna girmek faydalı olacaktır.

Opsiyon Portföylerindeki Kredi Riski

Opsiyon pozisyonlarında kurumun müşterisinden satın almış olduğu hakkı sözleşme vadesinde (veya opsiyonun türüne göre vadeden önce herhangi bir gün) kullanmak istediğinde, müşterinin sözleşmeden doğan yükümlülüğünü yerine getirememesi ris-

ki, opsiyonlardan kaynaklanan “Kredi Riski” olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu risk, klasik anlamda müşteriye özgü bir risk olarak değil, müşterinin üstlenmiş olduğu piyasa riskinden kaynaklanan bir risk olarak algılanmalıdır. Dolayısı ile müşterinin aldığı piyasa riski, kuruma kredi riski olarak yansımakta ve bu risk müşterinin düzenli teminatlandırılması yoluyla izlenmektedir.

Müşteri Opsiyonlarının Teminatlandırılması

Opsiyon pozisyonlarında müşterinin teminatlandırılması hususunda iki faktör önem arz etmektedir.

- Müşterinin sattığı opsiyonun kurum nezdinde yaratabileceği kredi riskinin piyasa değişimlerini kapsayarak doğ-

ru biçimde ölçmesi.

- Belirlenecek olan teminatın piyasa koşulları içerisinde rekabetçi bir düzeyde olması.

Dolayısı ile teminatlandırma sürecinde birbirinin tersi yönde etkide bulunacak olan bu iki faktörden hangisine ne derece ağırlık verileceğinin belirlenmesi, müşteri opsiyon portföyünün getiri performansı ve risk yönetimi açısından önem arz etmektedir. Opsiyon pozisyonlarından elde edilebilecek olan teorik Kar/Zarar durumunu kısaca aşağıdaki şekilde özetlememiz mümkündür. Opsiyon pozisyonlarından dolayı oluşan temel riskler (opsiyon içsel değeri, volatilite, faiz, vade..vs), opsiyonun duyarlılık değerlerinin ölçülmesi suretiyle izlenebilmektedir.

Şekil 2. İMKB30 Tarihsel Volatilite Gelişimi (Ewma Modeli | 0.97)

	Uzun		Kısa	
	Fiyat Artışı (+)	Fiyat Azalışı (-)	Fiyat Artışı (+)	Fiyat Azalışı (-)
Call	Maksimum Kar: Sınırsız	Maksimum Zarar: Ödenen prim	Maksimum Zarar: Sınırsız	Maksimum Kar: Alınan prim
Put	Maksimum Zarar: Ödenen prim	Maksimum Kar: Sınırsız	Maksimum Kar: Alınan prim	Maksimum Zarar: Sınırsız

i) Klasik Teminatlandırma Yaklaşımı (Korumasız Opsiyon Pozisyonu)

Bu yöntem içerisinde opsiyon alan taraf, satan taraftan teminat talep etmektedir. Korunmasız opsiyon pozisyonunda teminat aşağıdaki yaklaşım sonuçlarından büyük olanı olmaktadır:

- Opsiyon priminin %100'ü, artı dayanak varlık fiyatının %20'si, eksi opsiyonun out-of-the-money olma değeri.
[Prim%100 + (Nominal X Spot Fiyat X 0.20)] – OTM Değeri
- Opsiyon priminin %100'ü, artı dayanak varlık fiyatının %10'u.¹
[Prim %100 + (Nominal X Spot Fiyat X 0.1)]

Korunmasız Opsiyon Pozisyonu (Naked Option Positions)

TL/\$ Call (Out-of-the-Money) Durumu

Opsiyon Teminat Hesaplaması

Varlık:	USD
Spot fiyat:	1,2741
Kullanım fiyatı:	1,35
Vade:	24.05.2008
Nominal:	1000000
Call/Put:	Call
Volatilite*:	%
Prim:	
Prim para birimi:	USD

	1. Yaklaşım	2. Yaklaşım
Prim	19,116	19,116
Nominal	1,000,000	1,000,000
Spot fiyat	1.2741	1.2741
Delta Eşdeğeri	328,616	328,616
OTM Değeri	75,900	-
Teminat	198,036	146,526

Teminat Hesapla

İlgili temel opsiyon parametreleri dikkate alındığında gerekli teminat tutarı = Max (Teminat 1, Teminat 2) = 198,036 YTL olmaktadır.

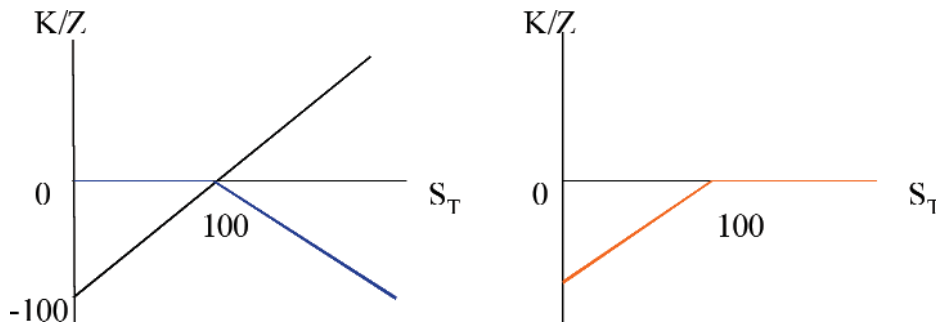
Tam Korunmalı Opsiyon Alım Pozisyonu (Covered-Call Position)

Spot Hisse Alımı + Call Satımı

Bu durumda da spot piyasada aynı dayanak varlıkta uzun pozisyon taşıdığından opsiyon tarafında herhangi bir teminat gerekmemektedir. Ancak kısmi korunmalı bir alım opsiyon pozisyonu için gereken minimum teminat tutarı aşağıdaki kısıtlar altında belirlenmektedir;

- Dayanak varlık için % 50 teminat
- (-) Opsiyon primi
- (+) Opsiyonun in-the-money olma değeri (koşul sağlanıyor ise)

Şekil 3. Korunmalı Opsiyon Pozisyonun K/Z Durumu



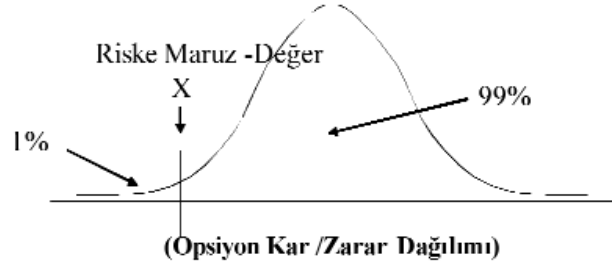
¹ Spot fiyat ile opsiyon kullanım fiyat farkının spot fiyatın %10'u olması durumunda iki teminat yaklaşımı farklılaşmaktadır. Ancak opsiyon değerinin asırı zararda olması durumunda ikinci teminat yaklaşımı seçilmektedir.

ii) Simülasyon Bazlı Opsiyon Teminatlandırma Yaklaşımı

Bu yöntemle göre opsiyon pozisyonunun teminatlandırılması, normal dağılım varsayımı altında ilgili opsiyon dayanak varlık spot fiyatının 5000 veya 10000 defa Monte Carlo yöntemi ile simüle edilmesine dayanmaktadır. Simülasyon sonucunda yeniden değerlendirilen opsiyon pozisyonu içerisindeki %1'lik dilime denk gelen en fazla pozisyonun değer kaybı miktarı, gereken maksimum teminat miktarını ifade etmektedir.

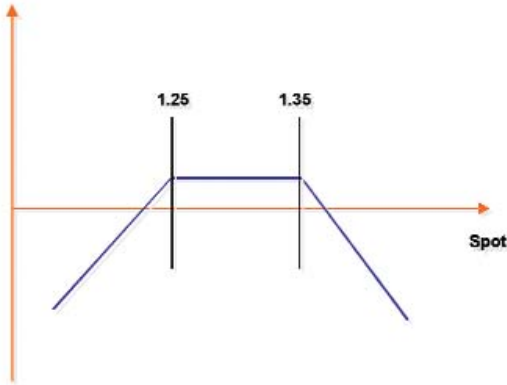
Şekil 4. Simülasyon Bazlı Teminatlandırma

Riske Maruz Değer Ölçümü (Monte Carlo Simülasyonu)



Opsiyon Portföyünde Riske Maruz Değer Ölçümü (Monte Carlo Simülasyonu)(1)

Şekil 5. Opsiyon Stratejisi: Short Strangle



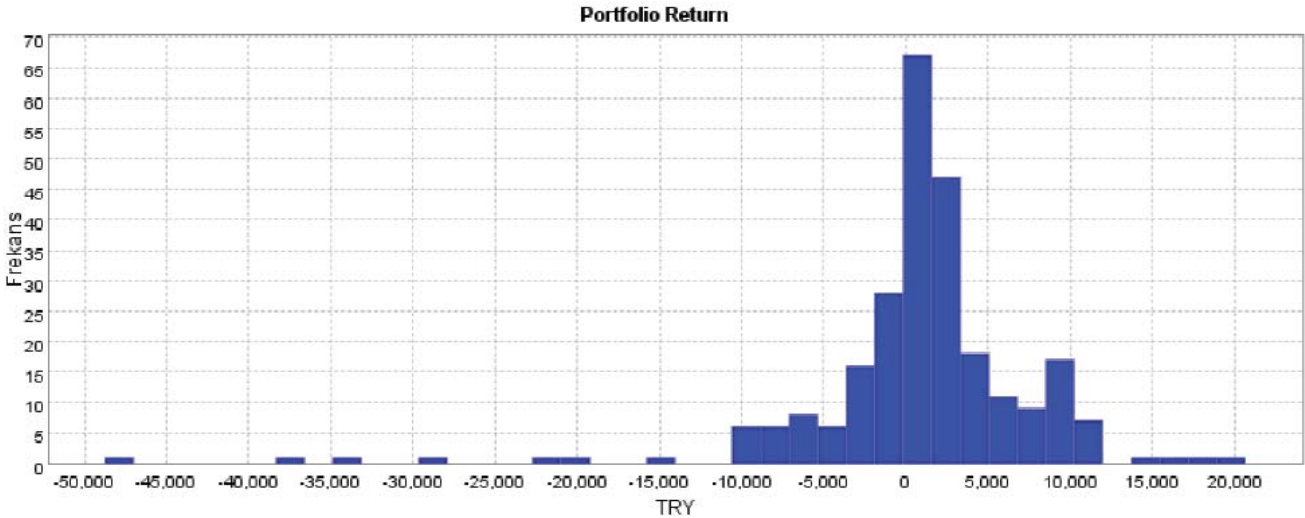
Opsiyon pozisyonuna ilişkin ilgili parametreler aşağıdaki şekildedir.

Call Opsiyon Kullanım Fiyatı :	1.35
Put Opsiyon Kullanım Fiyatı :	1.25
Nominal :	2,000,000 USD
İşlem Tarihi :	19.03.2008
Vade :	24.05.2008

Opsiyon pozisyonuna ilişkin bulunan prim ve teminat değerleri de kısaca özetlenmektedir. ²

Prim Değeri :	37,633 YTL
RMD/gün :	4,805 YTL
10 Gün RMD (2) :	15,195 YTL
10 Gün RMD / Prim Değeri :	%40.37

Şekil 6. Opsiyon Pozisyonu Getiri Dağılımı



² Opsiyon portföyünün RMD hesaplaması monte carlo simülasyonu üzerinden gerçekleştirilmiştir. Örnek içerisindeki ilgili opsiyonun teminat ölçümünde 10 günlük RMD miktarı, 1 günlük RMD miktarının SQRT(t) yöntemi ile vade eşleniklenmesi suretiyle elde edilmektedir.

iii) SPAN Yaklaşımı ³

SPAN sistemi, içerisinde vadeli işlem kontratları (futures), opsiyon ve vadeli işlem kontratları üzerine yazılmış opsiyon kontratları gibi farklı türev ürünlerini barındıran bir portföyde belirli parametreler ve senaryolar altında oluşabilecek maksimum zararı hesaplamaya ve bu hesaplamalar ışığında gereken teminat miktarını belirlemeye yardımcı olan entegre bir programdır. Parametrelerin teminat belirlemesi, kullanıcı tarafından değiştirilebilir olması modülün risk algısına esneklik getirmekte ve değişen piyasa koşullarına uyum sağlamasını kolaylaştırmaktadır.

SPAN Sistem Parametreleri

- Fiyat Aralığı: Spot fiyat değerinde oluşabilecek değişimler için belirlenen hareket aralığıdır.

- Volatilite Aralığı: Spot fiyatın değişimden kaynaklanan volatilite için belirlenen hareket aralığıdır.

- Dayanak Varlık İçi Spread Değişimi: Spot fiyat ve vadeli işlem sözleşmesi fiyatı arasında oluşabilecek farklılıklardan kaynaklanan baz riski için belirlenen spread parametresidir.

- Kısa Opsiyon Minimumu: Kısa opsiyon pozisyonları için belirlenen minimum teminat miktarıdır.

- Pozisyon Taşıma Maliyeti: Pozisyonu vade sonuna kadar taşıma maliyetinde oluşabilecek değişim için belirlenen ek teminatıdır.

- Dayanaklar Arası Spread Değişimi: Birden fazla dayanak varlık pozisyonları için dayanak varlıkların fiyatları arasındaki korelasyonun değişmesi

durumunda ortaya çıkabilecek riski karşılamak amacıyla belirlenen parametredir.

- SPAN sistemi, dayanak varlığın spot fiyat ve volatilite seviyelerine göre ön tanımlı ve kullanıcı tarafından eklenerek değiştirilebilen çeşitli senaryo analizleri uygulamaktadır. Ön tanımlı olan 16 senaryo, fiyatın ve volatilitenin farklı seviyelerde artış ve azalışına yönelik çeşitli kombinasyonlardan oluşmaktadır. Her senaryo için pozisyon gün içi fiyat ve volatilitesi ile yeniden değerlendirilmekte ve ilgili senaryoya göre pozisyonda oluşabilecek olan maksimum zarar miktarı teminat olarak alınmaktadır.

Yapılan tüm bu işlemler esasında Risk Maruz Değer (VaR) hesaplamasıdır.

SPAN Sistem Senaryoları

Senaryo	Senaryo içeriği	Senaryo	Senaryo içeriği
1	Fiyat sabit, volatilite artar	2	Fiyat sabit, volatilite azalır
3	Fiyat 1/3_xFA kadar artar, volatilite artar	4	Fiyat 1/3_xFA kadar artar, volatilite azalır
5	Fiyat 1/3_xFA kadar azalır, volatilite artar	6	Fiyat 1/3_xFA kadar azalır, volatilite azalır
7	Fiyat 2/3_xFA kadar artar, volatilite artar	8	Fiyat 2/3_xFA kadar artar, volatilite azalır
9	Fiyat 2/3_xFA kadar azalır, volatilite artar	10	Fiyat 2/3_xFA kadar azalır, volatilite azalır
11	Fiyat 3/3_xFA kadar artar, volatilite artar	12	Fiyat 3/3_xFA kadar artar, volatilite azalır
13	Fiyat 3/3_xFA kadar azalır, volatilite artar	14	Fiyat 3/3_xFA kadar azalır, volatilite azalır
15	Olağanüstü durum senaryosu: Fiyat 3_xFA kadar artar, volatilite değişmez	16	Olağanüstü durum senaryosu: Fiyat 3_xFA kadar azalır, volatilite değişmez

FA:Fiyat Aralığı Parametresi

TL/\$ (In-the-Money) Opsiyon Pozisyonu

Call opsiyonda kullanım fiyatının spot fiyattan düşük olması opsiyonun in-the-money olmasına neden olmaktadır. Örnekte görüleceği üzere 24 Mayıs 2008 vadeli 1.25 kullanım fiyatından müşterinin 1 milyon dolar tutarın-

da bir opsiyon alım hakkı satışı söz konusudur. Risk yöneticisi kullanıcı tarafından volatilite değeri girilirse, hesaplamalarda kullanıcı tabanlı bir Piyasa Volatilite (implied) değeri teminatlandırmada kullanılacak, boş

birakıldığında ise, Risk Yönetimi Sistem verilerinden desteklenecek olan bir Tarihsel Volatilite değeri teminatlandırma öncesinde veri olarak alınmalıdır.

³ SPAN® (Standard Portfolio Analysis of Risk®) Developed in 1988 by Chicago Mercantile Exchange Inc. to effectively assess risk on an overall portfolio basis.

TL/\$ (In-the-Money) Opsiyon Pozisyonu

Opsiyon Teminat Hesaplaması

Varlık:

Spot fiyat:

Kullanım fiyatı:

Vade:

Nominal:

Call/Put:

Volatilité*:

Prim:

Prim para birimi:

Teminatı Hesapla

Opsiyon Teminat Hesaplaması

Parametreler		Opsiyon bilgileri		Opsiyon duyarlılıkları		
Örneklem sayısı	252	Dayanak varlık	USD		Oran	Eşdeğer (YTL) ¹
Volatilité metodu	EWMA (0.94)	Spot fiyat	1.2741	Delta	0.732	731,687
Güven seviyesi	%99	Kullanım fiyatı	1.2500	Gamma	3.427	3,426,797
Tarihsel volatilité	%17.22	Vade tarihi	24.05.2008	Vega	0.178	178,449
Spot volatilité	%0.00	Nominal ¹	1,000,000	Theta	0.196	538
İnterpolasyon metodu	Linear	Call/Put	CALL	Rho	0.161	160,559
YTL faiz	%17.00	Prim (YTL)	0	Volga	0.366	365,901
Dayanak varlık getirisi	%3.50	Teorik fiyat (YTL) ²	70,421	Vanna	-1.052	-1,051,921
MC deneme sayısı	1,000					

Teminatlandırma Tablosu

Teminatlandırma Yöntemi	Spot/Volatilité	Maks. Opsiyon Değeri	Teminat Miktarı ³
SPAN Modeli	1.3085 / %32	122,656	52,235

Eğer ATM forward opsiyon kullanım fiyatı olarak 1.31 dikkate alınmış olsa idi, (vade, nominal miktar ve opsiyon türü önceki örnek ile aynı bırakıldığında) bu durumda opsiyon satım fiyatının ve hesaplanan teminat miktarının in-the-money opsiyona göre daha düşük çıkmasını beklemekteyiz. Out-of-the-money opsiyon kullanım fiyatı olarak 1.55 dikkate alınması durumunda opsiyon satım fiyatının ve hesaplanacak olan teminat miktarının ATM opsiyona göre daha düşük çıkmasını beklemekteyiz.

SPAN sistemi, tarihsel ve güncel tüm borsalardaki günlük fiyat ve volatilité değerlerine dayalı olarak kullanıcılarına risk bazlı teminat hesaplama imkanı sunmaktadır. Türev piyasalarındaki tüm ürün gruplarına yönelik ola-

rak tasarlanmıştır. Ancak risk yöneticileri tarafından risk bazlı teminatlandırma sistemi geliştirilirken aşağıdaki temel noktalara da önem vermek gerektiği gözden geçirilmemelidir.

- Opsiyon işlemi yapacak olan müşteriye Minimum Portföy Miktarı ne olacaktır?
- Müşteriye Teminat Bildirimi Günlük yapılacak ise, Başlangıç ve Sürdürme Teminatlandırma esası oluşturulmayabilir.
- Teminat Hesabına nakit girişleri piyasa ve ürüne bağlı olarak hangi vade ile gerçekleştirilecektir?
T0,T+1,T+2,

- Müşteriler ile Kredi Limitine Dayalı Opsiyon İşlemi Yapılmamalıdır.
- Opsiyon pozisyonlarında Teminat Netleştirme İşlemi, Eş Dayanak Varlık ile Eş ve/veya Farklı Vade Stratejileri Dikkate Alınarak Uygulanmalıdır.
- Günlük Pozisyon Açma/Kapama İşlemlerinde Müşterinin Pozisyon Limiti Mevcut ise, Risk Bazlı Teminatlandırma Esası Kapsam Dışında Tutulabilir.
- Müşterinin Alabileceği Maksimum Nominal Opsiyon Tutarı, Toplam Portföy Değerinin Belirli Bir Katını Aşamaz. (Örn.10 Misli)



DR. MURAT YÜLEK
myulek@aya.yale.edu

Gelişmekte olan ülkeler sermaye bolluğundan nasıl yararlanır?

Bir örnek: Caspian International Investment Company (Azerbaycan)

Türkiye yeterince yatırım çekebiliyor mu?

Gelişmiş ekonomilerin yavaşladığı ve enflasyonda yukarı doğru risklerin arttığı bir dönemden geçiyoruz. Böyle bir ortamda, batı finans sektörü de hatırı sayılır problemler yaşıyor. Ancak, bu menfi “hava koşullarına” rağmen, sermayenin bollaştığı ve serbestçe hareket ettiği bir dünyada, yabancı kurumsal ve şahsi yatırımcıların Türkiye’ye çekilmesi için uygun bir zaman dilimindeyiz. Zira Türkiye açısından, sermaye hareketliliğinin hem arz hem de talep tarafında olumlu bir görünüm var.

Talep tarafından bakılırsa, Türkiye’nin sermayeye aç bir ülke olduğuna şüphe yok. Avrupa’nın en büyük yüzölçümüne sahip ülkesinde temel altyapı yatırımı talebinin bugünkü rakamlarla daha on yıllarca devam edeceği ve bu yatırımların getirilerinin yüksek olacağını biliyoruz. Buna, GAP, KOP gibi milli seviyedeki projeleri ve özel sektörün yatırım talebini de eklemek gerekiyor.

Arz tarafında ise, yukarıdaki negatif gelişmelere rağmen, Körfez Bölgesi, Rusya ve Çin’deki fon birikimi hızla artıyor. Çin’i coğrafi uzaklık ve iç yatırım talebi sebebiyle, Avrupa’yı da bir çok finans kurumunun aldığı darbeden dolayı geçici olarak dışarıda tutsak dahi, Türkiye kuzeyinden, güneyine (hatta Libya ve Cezayir’i de katarsak güney batısına) kadar bir sermaye denizinin ortasında yer alıyor.

Sermaye bolluğu, bu ülkelerin her birinde farklı şekilde tezahür ediyor. Suudi Arabistan havaalanlarını büyütüyor; binlerce millik tren yolları ve Dubai’den esinlenerek milyarlarca dolarlık “ekonomi şehirleri” kuruyor. Suudi borsasında geçen seneki düzeltmeye kadar para girişleriyle F/K oranlarının mantıksız seviyelere çıkmıştı. Rusya da benzer şekilde alt ve üstyapı seferberliği devam ediyor; varlık fiyatları ve ücretler tavan yapıyor.

Türkiye, son dönemde büyük miktarda yabancı sermaye girişine şahit oldu. Ancak giren sermayenin büyük

kısmı Avrupa ülkelerinden kaynaklandı. Dolayısıyla, Türkiye’nin Avrupa dışındaki yakın komşularındaki sermaye bollaşmasından tatmin edici seviyede fayda sağladığını söylemek güç.

Ya diğerleri?

Gelişmişlik düzeyinde Türkiye’nin gerisinde olan ülkelerin Körfez bölgesi ve Rusya’dan yatırım çekmesi konusundaki durumu daha da zayıf. Özellikle Körfez ülkelerinin ihraç ettiği fonlar hala büyük ölçüde batı ülkelerine ve ABD’ye kayıyor.

Portföy yatırımlarından doğrudan finansal yatırımlara dönüldüğünde gelişmekte olan ülkelerin yatırım çekme performansı daha da zayıflıyor. Ülkeler, ister özel ister kamu kaynaklı olsun, senetleştirilmiş portföy ürünlerine yapılandırılmış piyasalar sayesinde kolay müşteri bulabiliyorlar. Oysa ister özel sermaye fonları eliyle ister sofistike yatırımcıların kendileri tarafından olsun, doğrudan finansal yatırımlar gelişmekte olan ülkelere daha

zor kayıyor. Halbuki, net fon ihracatçısı olan ülkelerin kaynakları gelişmekte olan ülkelerde nisbeten yüksek getiri üretirken, aynı zamanda bu ülkelerin hızlı gelişmesine önayak olabilirler; her iki taraf için de kazan-kazan çözümü olması ...

Gelişmekte olan ülkelerin yeterince sermaye çekememesinin başta gelen sebepleri şunlar:

• **Yoğun Rekabet:** Sermaye çekmeye çalışan çok sayıda gelişmiş ve gelişmekte olan ülke var. İngiltere'nin dahi sermaye çekmek için yatırım ajansı kurduğu, Londra Belediye Başkanı'nın Arap, Rus yatırımcılarla bire bir ilişki kurmaya çalıştığı, Makedonya'nın Economist dergisinde düzenli reklam verdiği bir dünyada, örneğin Kırgızistan'ın yatırım çekmede ne şansı olabilir?

• **Bilinirlik sorunu:** Bir Arap yatırımcı, Çek Cumhuriyeti'nin haritadaki yerini bulabilir mi? Ya bir Rus yatırımcı Cibuti'yi hayatında duymuş mudur?

• **Hukuki altyapı; sistem otur(ma)muşluğu:** Müdahale riskleri, mülkiyet haklarının zayıflığı, bürokratik hantalık Türkiye için dahi büyük bir problem. Daha geriden gelen ülkeler de ise durum daha da kötü.

• **Yatırımcı sofistیکasyonu:** Özellikle Körfez ülkelerinde şahsi seviyede yatırım yapan büyük oyuncular bulunuyor. Bu yatırımcıların bir bölümü yeterince sofistike olmadığı için yatırımlarını sadece gelişmiş ülkelere, sadece "sağlam yatırımlara" yönlendiriyorlar.

Bir model örneği: Caspian International Investment Company

Bu engellerin en önemli olanlarının aşılıp fon fazlası olan ülkelerin fonlarının bir bölümünü geliştirmekte olan ülkelere kaydırması için yeni model ve araçların denenmesi ve aracı gü-

venilir aktörlerin aktif rol oynaması gerekiyor.

Şu sıralarda, İslam Kalkınma Bankası (IDB) böyle bir modeli Azerbaycan'da oluşturuyor. Kurulum aşamasındaki finansal danışmanlığını Ernst and Young ve Türkiye'den PGlobal Küresel Hizmetleri Ltd. Şirketinin yaptığı bu model, seçilmiş sektörlerle, doğrudan yatırım aracı olarak tasarlandı.

Azerbaycan önümüzdeki 35 yıl içinde petrolden 250 milyar dolara yakın gelir sağlayacak. Petrol sahalarının geliştirildiği geçtiğimiz yıllarda daha çok batılı petrol şirketleri eliyle milyarlarca dolarlık yatırım çekmesine rağmen, petrol dışı sektörlerde dışarıdan çektiği yatırım çok düşük seviyelerde kaldı. Azeri iktisatçılar, hükümet ve uluslararası kurumlar, Azerbaycan'ın petrol gelirlerinden kaynaklanan "Hollanda hastalığına" tutulmasından korkuyorlar.¹ Bu açıdan, özellikle ticarete konu olan sektörlerde yabancı finansal ve stratejik yatırımcıları ülkeye çekmeyi amaçlıyor. Ancak şu an itibarıyla başarılı olamıyor.

IDB'in öncülük ettiği model, bir uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşu olan İslam Kalkınma Bankası Grubundan **Özel Sektörü Geliştirme İslami Şirketi**² (Islamic Corporation for the Development of the Private Sector -ICD) Azerbaycan'daki kamuya ait bir yatırım şirketi (**Azerbaijan Investment Company**) ile ortaklaşa kurduğu bir doğrudan yatırım şirketine (Caspian International Investment Company - CIIC) dayanıyor. CIIC şu amaçlar çerçevesinde kuruldu:

- Azerbaycan'da petrol dışı sahalar-daki özel sektör yatırımlarına sermaye yatırarak bu sahalarda gelişimin sağlanması;
- Bu sahalarda yabancı yatırımcıların ülkeye çekilmesine ön ayak olunması;
- Yatırım yapılan şirketlerde sağlam ve şeffaf yönetim prensiplerinin ku-

rularak ülkede iyi yönetim örneklerinin çoğaltılması;

- Müteşebbislerin profesyonelleştirilmelerine yardımcı olunması;
- Uluslararası dili kullanabilen finans uzmanlarının yetişmesine ön ayak olunması.

CIIC, yabancı yatırımcıları ülkeye çekmek için güvenli bir yapı olarak tasarlandı. Uluslararası bir kurumun bir devlet kurumuyla el ele vererek ülkeye sermaye yatırmasının, Azerbaycan'ı tanımayan ya da öncelik vermeyen özel yabancı yatırımcıların ülkeye çekilmesinde hızlandırıcı etki yapacağı düşünülüyor. İlk aşamada 70 milyon dolarlık sermayeyle kurulan CIIC'in hisselerinin yüzde 30'u ICD ve AIC'ye kalan yüzde 70'i de uluslararası özel yatırımcılara açıldı.

CIIC, içlerinde Türkiye Kalkınma Bankası'nın da olduğu yerli ve yabancı danışmanlara hazırlattığı sektör görünüm raporlarıyla yatırım önceliklerini belirledi. Bu önceliklerin belirlenmesinde, özel yatırım getirileri kadar, Azerbaycan'a sağlanacak "pozitif taşıma" etkileri de hesaba katıldı. Basit bir deyişle, CIIC, IT yatırımlarını gazoz fabrikası yatırımlarına tercih ediyor.

CIIC, IFC ve EBRD gibi uluslararası kalkınma finansmanı kuruluşlarıyla işbirliği içinde çalışacak. Örneğin, yatırım yapacağı şirketlere yönetim iyileştirme konusunda, IFC'nin Bakü'deki kurumsal yönetim takımından destek alacak.

Bu örnekler çoğalmalı

Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler, dünyadaki sermaye bolluğundan yararlanmalı.

CIIC'deki yatırımcının güvenini artırıcı yapı ya da bunun benzerleri diğer kalkınmakta olan ülkelere yayılabilir. Türkiye'de bunlardan birisi.

¹ "Hollanda hastalığı", tabii kaynak bulunan ülkelerde, kurun aşırı değerlenmesi sonucu, ticari mal üreten sektörlerin gerilemesi gözlemine dayanıyor.

² ICD, Dünya Bankası Grubu'ndaki International Finance Corporation (IFC) gibi, üye ülkelerde özel sektör kuruluşlarını finanse etmek amacıyla güden bir uluslararası finansman kuruluşudur.



Serbest Fonun Temeli

Geleneksel yaklaşıma göre oldukça geniş bir alan tanımlanmış gibi gözükse de, kendi içinde bir oyun alanı çizilmiş durumda. Bir serbest fonun neyin peşinde koştuğunu bütünüyle ve sadece adından anlamak mümkün olmasa bile prospektüsünden öğrenebilir durumdayız.

Serbest fon, içeriğindeki yatırım araçlarının kapsamının, geleneksel kalıplara uymadığı fon türü olarak tanımlanabilir. Son dönemlere kadar yatırım fonları büyük çoğunlukla, sabit getirili yada hisse senedi yatırımı yapan ve daha çok, "değerinin altında iken yatırım yap bekle ve hedef değere ulaşınca sat" ana stratejisi çevresinde belirginleşmişti. Yatırım felsefesi modern, üst düzey gelişmiş risk ölçüm ve yönetim aşamalarının sınırlarını zorlarken, aynı zamanda klasik çeşitlendirmenin etrafında dolaşmaya da devam ediyordu. Ta ki bazı yenilikçi yatırım fonu yöneticilerinin "en kutsal başarı göstergesi getiridir" kuralını tekrar hatırlamalarına kadar.

Dünyadaki likidite çılgınlığı da biraz tetikledi aslında. Fonlara yönelen yatırım miktarındaki artışla birlikte, risk alma iştahı da spesifik bazı yatırım araçlarını diğerlerine göre daha öne çıkardı. Karmaşık, türetilmiş ürünler, açığa satış, sayısal ve istatistik modeller her yatırım fonu yöneticisinin derinden ilgisini çekmeye başladı. Yatırımcı açısından da, bu türlü fonlarda genel kabul görmüş uygulama ola-

rak, yöneticinin kendi parası da olunca, yeni bir risk yönetim sigortası kendiliğinden ortaya çıkmış oldu.

Serbest fon ne kadar serbest ?

Hem uzun hem kısa (long/short) pozisyonlar alabilen, arbitraj kullanan (zaman, mekan, durum farklarına göre fiyat farkı), aşırı değer kaybı yaşamış menkul kıymetlere yatırım yapan, alım satım hakları (opsiyonlar), bonolar üzerine işlemler yapan, aynı zamanda herhangi bir piyasada herhangi bir enstrüman üzerinde riski düşük önemli bir yatırım öngörüsü için fırsat arayan fonlar olarak tanımlanabilir serbest fonlar.

Geleneksel yaklaşıma göre oldukça geniş bir alan tanımlanmış gibi gözükse de, kendi içinde bir oyun alanı çizilmiş durumda. Bir serbest fonun neyin peşinde koştuğunu bütünüyle ve sadece adından anlamak mümkün olmasa bile prospektüsünden öğrenebilir durumdayız. Aslında temel amaç mutlak getiri hepsinde, ortak olarak. Mutlak getiriye hangi yoldan gidileceği konusunda ipucunu biraz adından biraz yatırım stratejisinden anlayabiliriz.

Serbest fonların türleri var mı?

Var. Bu konuda literatürde ortak bir jargon oluşmuş durumda. Türler çoğaltılabilir detaylandırılabilir alt türlere de ayrılabilir. Genel bir yaklaşımla özetleme çabasına girilince durum az çok şekilleniyor. Bizim piyasa koşullarında ve mevcut yatırım enstrümanları kısıtları göz önünde bulundurulmuş bu türlerden birkaçını inceleyebiliriz.

Piyasa Bağımsız (Market Neutral):

Ağırlıklı olarak sayısal modellerden yararlanma yoluyla ilgili hisse senetleri arasında değer farkı nedeniyle ortaya çıkan fırsatları değerlendiren fonlar. Bu fonlar piyasanın genel hareketinden etkilenmemeye amaçladıkları. Piyasa dalgalanmalarından bağımsız olarak, kullandıkları modele göre pahalı gördüklerini açığa satıp, ucuz gördüklerini alarak piyasa riskini nötr düzeye indirip mutlak getiri hedeflerler. Bizim piyasalarımıza da en uygun olanlardan biri bu strateji. Henüz yeterince ürün çeşitliliği oluşmadı. Yakında vadeli işlemler borsasında hisse bazlı vadeli kontratlar işlem görmeye başlayacağından

bu tür fonların hızla artacağına kesin gözle bakabiliriz.

Piyasa Zamanlama (Market Timing): Piyasa koşulları ve genel ekonomik eğilimlere göre yatırımlar arasında değişiklikler yapıp uzun kısa pozisyonlar alarak trendleri takip etme amacıdadır. Düşme trendine geçen bir yatırım fikri yada araçından çıkıp yükselme trendine başlamış yatırıma girer. Farklı yatırım estrümanları arasında değişik pozisyonlar alınabileceği gibi, ağırlıklı olarak matematiksel modeller desteğinde aynı araçlar üzerinde farklı pozisyonlar da alabilir. Genel olarak teknik anlamda trend takip indikatörlerini kullanarak yatırım araçları arasında geçiş yapar ya da yatırım stratejilerinde değişiklik yapar. Yine asıl amaç mutlak getiri olduğundan prospektüsünde (iç tüzüğünde) tanımlanmış risk kısıtları çerçevesinde kaldıraç kullanabilir. Yani vadeli piyasalarda ya da kredi kullanarak, öngördüğü yönde fonun mevcut büyüklüğü üzerinde pozisyon taşıyabilir.

Olay Odaklı (Event Driven): “Kurumsal hayat döngüsü” yatırımı olarak da adlandırılır. Birleşmeler, bölünmeler, satın almalar, finansal problemler sonucu aşırı değer kaybı ve yeniden yapılanma süreçleri, sermaye azaltma gibi spesifik olaylar karşısında yatırım araçlarının birbirleri ve/veya piyasanın geneli arasında fiyat farkı açılmaları sonucu kısa/ uzun pozisyonlar alarak streten yada diğer piyasa koşullarından kaynaklanan teorik fiyat farklarını değerlendiren fonlardır.

Fon Sepeti (Fund of Funds): Birden çok yöneticinin fonuna veya birden fazla stratejiye yatırım yapan fonlar. Fonun ana stratejisi riski dağıtma esası kaynaklı olarak birden fazla fon yöneticisinin yönettiği farklı fona yatırım yapmaktır. Bunun yanında aynı fon yöneticisinin yönettiği farklı strateji içeren fonlardan oluşan bir fon sepeti de yapılabilir. Kendi içinde; piyasa bağımsız, sabit getirili arbitrajı, gi-

bi stratejiler içerenler konservatif, birden fazla fon yöneticisine dağıtılmış olanlar çeşitlendirilmiş, kısa pozisyonlar alıp opsiyonlarla riski limitleyenler piyasa defansif, gelişen piyasalar, sektör spesifik gibi daha geniş alanlarda fırsat arayanlar ise stratejik olarak adlandırılabilir.

Toplam büyüklük ne kadar ?

Dünyada yaklaşık olarak 9000 civarında olan serbest fonların yönettiği toplam büyüklük 2 trilyon doların üzerinde. Bu rakam 1990 yılında yaklaşık 600 fon 40 milyar dolar civarında imiş. Bu büyümenin yüzde 20 ye varan oranlarda hızla devam etmesi bekleniyor.

Serbest fon türleri içinde yaklaşık yüzde 30 la en büyük pay hisse senedi hedge lerden yani hisse senedi alıp pozisyonunu kısa satışlar ve/veya opsiyonlarla sigorta etme stratejisi benimseyenler (equity hedge) oluşuyor. Ardından ikinci sırada yüzde 14’le olay odaklı (event driven) fonlar geliyor. Bu iki tür dünya serbest fon pazarının tür bazında yaklaşık yarısını ifade ediyor.

Bu fonlara yatırım yapan kimler ?

Serbest fonların en büyük yatırımcıları fon sepetleri (fund of funds) yüzde 40 oranda. Ardından yüzde 23 ile büyük portföy sahipleri geliyor (high net worth), sonra yüzde 12 ile kurumlar, emeklilik şirketleri ile sandıklar ve özel bankacılık .

Serbest yatırım fonları kendine artan oranda vakıflardan, sandıklardan ve emeklilik şirketlerinden ilgi toplamaya devam ediyor. Bunun bir nedeni de, serbest fon yöneticilerinin fon sektöründe yüksek düzeyde uzmanlık sahibi, aşırı disiplinli, sürekli araştıran tarza sahip olması. Bu tarz geçmiş getirinin devamlılığı açısından önemli bir referans olarak kabul ediliyor. Bu fonlara yatırım yapan yatırımcıların yapısına bakıldığında da bu konuda bir fikir edinilebileceği çok açık.

Serbest fonlarda risk seviyesi yüksek mi?

Genel bir yanlış anlama olarak serbest fonların çok yüksek volatiliteye, riske sahip oldukları kanısı çok yaygın. Bu fonların, global makro stratejilerle geniş bir yatırım perspektifinden hisse senetleri, para birimleri, bonolar, altın, mal piyasaları gibi yatırım araçlarını yüksek kaldıraç oranları ile yatırım yaptıkları ön yargısı çok hakim.

Oysa gerçekte, fonların tamamının en fazla yüzde 5’i global makro fonlardan oluşuyor. Hemen hepsi türev ürünleri sadece korunma amaçlı kullanıyorlar ya da hiç kullanmıyorlar ve bir çoğu neredeyse hiç kaldıraç kullanmıyor.

Çoğu serbest fon stratejisi hem yükselen hem düşen piyasa koşullarında pozitif getiri üretme amacıdadır. Bununla birlikte, çok farklı beklentilere göre çok çeşitli türler geliştirilebilir.

Akademik araştırmalar, serbest fonların, geleneksel yatırım fonlarına göre daha düşük risk düzeyinde daha yüksek kazanç sağladığını kanıtlamaktadır. Serbest fonlar piyasalara giriş çıkışlarda doğru zamanlama ihtiyacını ortadan kaldırarak ideal uzun vadeli çözümleri üretir. Yatırım portföyüne serbest fon ekleyerek diğer geleneksel yatırımlarda mevcut olmayan çeşitlilik sağlanacaktır.

Tüm dünya yapısal olarak, hızla çok gelişmiş modellere dayalı fonlara doğru ilerlemektedir. Yatırım algılarında ihtiyaca göre sürekli değişim buna bağlı olarak yeni ürünler ortaya çıkmaktadır. Hala en temel koşul hedef ve beklentilere göre yatırım alanı/ürünü belirleme gereğidir.

Salt getiri artan oranda hedef olmakla birlikte, yatırımcı açısından hala bu getirinin hangi yollarla elde edilmeye çalışıldığının iyi bilinmesi temel kural olarak yerinde durmaktadır. Bu noktada temel dayanak, prospektüs yada iç tüzüktür. Fon yöneticisi yatırım stratejisini açıkça ortaya koymak için fon iç tüzüğünü kullanır. Yatırımcı fon iç tüzüğü hakkında bilgi sahibi olmalıdır.

SPK, serbest fon (Hedge fund) kurmak isteyen Banka ve aracı kurumlara Mart 2008'den itibaren kuruluş izni vermeye başladı. Şu ana kadar Garanti Bankası, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Oyak Menkul Değerler A.Ş. SPK'dan serbest fon kurma izinlerini aldılar. Son yıllarda Dünya'da hızla yayılan ve büyüklüğü 2 trilyon USD'a ulaştığı düşünülen bu tür fonlar, artık ülkemizde de yatırımcılarına sunulabilecek duruma geldi.

GARANTİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.

1. Serbest fonların, diğer yatırım fonları ile kıyaslandığında tarz ve işleyiş olarak farklılıkları nelerdir?

-Regulasyon: Öncelikle serbest fonlar; yatırım fonlarının aksine, Amerika'daki uygulamalarında SEC (Securities and Exchange Commission) regulasyonuna ve düzenlemelerine tabi değildirler. Türkiye'deki uygulamada ise Amerika'dan farklı olarak SPK, serbest fonları da regule etmektedir, tıpkı yatırım fonlarında olduğu gibi. Türkiye de ilk defa ciddi şekilde regülasyona/düzenlemelere tabi-i serbest fonlar piyasaya gelmektedir.

-Benchmark (Karşılaştırma ölçütü): Yatırım fonlarında performanslarını kıyaslayabildikleri genelde belirli bir benchmark (karşılaştırma ölçütü) vardır. Serbest fonlarda ise kendilerini kıyaslamak üzere bir benchmark kullanılmayabilir, mutlak getiri baz alınır.

-Leverage (Kaldıraç): Yatırım fonlarında kaldıraç kullanabilme kapasitesi çok daha sınırlıdır. Serbest fonlar hem Türkiye'de hem de Amerika da ciddi olarak kaldıraç kullanabilme yetkisine sahiptir.

-Yatırım Çeşitliliği: Türkiye'de yatırım fonları sadece long (uzun) pozisyon taşımaktadırlar, serbest fonlar ise short (kısa) pozisyonlar alabilmektedirler. Serbest fonlar ayrıca OTC (tezhahüstü) piyasalarda da işlem yapabilmektedirler.

-Likidite: Amerika'da ve Türkiye'de yatırım fonlarında günlük likidite vardır, serbest fonlar ise kendi içtüzüklerinde belirlenen tarihlerde alım/satıma izin verirler, genelde günlük likiditeleri yoktur.

-Yatırımcı Profili: Amerika'da ve Türkiye'de yatırım fonları küçük yatırımcıyı hedefler ve küçük tasarruflara da değişik yatırım alternatifleri sunar. Serbest fonlar ise belirli bir varlığa sahip yatırımcı kitlesini hedeflemektedir.

2. Kurumunuz özelinde kuracağınız serbest fonun yatırım stratejisi ve özellikleri ne olacaktır?

Garanti Portföy Yönetimi tarafından yönetilecek olan serbest fon piyasaya yönelik long(uzun) / short (kısa) pozisyonlar alabilen ve 3 misli kaldıraç kullanma kabiliyetine sahip bir fon olacaktır. Mutlak getiriyi kendine baz alan fon yatırımcı kitlesi olarak nitelikli yatırımcıları hedeflemektedir ki, burada minimum katılım tutarı YTL 1 Milyondur.

En az %70'ini Türk piyasasına, %30'unu G7 ülkelerine yatırım yapacak olan fon, piyasa koşullarına bağlı olarak hisse senedi ve sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapmayı ve carry trade fırsatlarından yararlanmayı planlamaktadır. Fon herhangi bir benchmark'ı kendisine kıyaslama ölçüsü olarak almadığından hangi varlıklara ve ne yönde (long/short) yatırım yapacağı dinamik bir yapıda yönetilecektir.

3. Risklilik seviyesi yüksek olan bu fonlarda, ne tür bir Risk Yönetimi sistemi uygulanacaktır?

Türkiye'deki serbest fonlar öncelikle dünyadaki örneklerinden farklı olarak SPK tarafından sıkı bir şekilde denetlenen fonlardır. Fon günlük olarak riske maruz değer hesaplaması yapar ve Fon Kurulu'nun tanımladığı limitler ve iç tüzükde yer alan işlem türleri çerçevesinde risk alabilir. Kısaca özetlersek serbest fonun risk yönetimi SPK, Fon Kurulu, Garanti Portföy Yönetimi ve kurucunun bünyesindeki Risk ve Performans İzleme Departmanları tarafından günlük olarak takip edilmektedir.

4. Fon ne tür yatırımcılara uygun olarak satılması düşünülmüyor, müşteri hedef kitlesi kimlerdir?

Fon, nitelikli yatırımcı dediğimiz, minimum 1 Milyon YTL ile yatırım yapma imkanına sahip yatırımcıları hedeflemektedir. İlk hedeflediğimiz kitle yabancı kurumsal yatırımcılardır. Türkiye'de nitelikli yatırımcı dediğimiz belli büyüklükteki bir portföyü yöneten bireysel ve kurumsal yatırımcılar için de yeni bir fon olarak cazip olacaktır.

5. Serbest fonların önümüzdeki beş sene içerisinde ne tür gelişim göstermesini ve ne seviyelere ulaşmasını beklemektesiniz?

Türkiye de bugün Garanti Bankası ve İş Yatırım serbest fon kurma izni almıştır ama önümüzdeki sene serbest fon başvurularının ve yeni fonların piyasaya geleceğini göreceğiz. Garanti Portföy Yönetimi fon büyüklüğünde 500 Milyon YTL seviyesine ulaştığında fona yeni yatırımcı almaya çalışacaktır. Fonun önümüzdeki senelerde bu seviyeyi yakalayacağına inanıyoruz.

Geçtiğimiz birkaç yıl içinde global faiz hadlerinin rekor düşük seviyelere gerilemesi yatırımcıların risk iştahını artırmış ve tüm dünyada serbest fonların hızlı büyümesine imkan tanımıştır. Ancak 2006 ortalarından itibaren başlayan mortgage krizinin, serbest fonları ve özellikle bu fonlara kredi veren yatırım bankalarını olumsuz etkilemesi toplam hacmin gerilemesine yol açmıştır. 2009 yılından itibaren likidite koşullarının düzelmesi ve serbest fonların yeniden büyümeye başlaması beklenmektedir.

Yurtdışında yaklaşık 5000 serbest fon (hedge fund), 3000 fonların fonu (fund of funds) ve USD 2,5 Trilyona ulaşan varlık büyüklüğü yönetim altındadır. Önümüzdeki 5 sene içerisinde yönetim altındaki serbest fonların büyüklüğünün yaklaşık 5 Milyar YTL olmasını beklemekteyiz.

SINAN AKIMAN
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.
Genel Müdür Yardımcısı



İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1. Serbest fonların, diğer yatırım fonları ile kıyaslandığında tarz ve işleyiş olarak farklılıkları nelerdir?

Dünya literatüründe Hedge Fonlar olarak adlandırılan ve ülkemizde Serbest Fonlar adı altında kurulacak benzer yapıdaki fonların öncelikle dünya ve Türkiye uygulamaları arasındaki farkları vurgulamakta fayda var. Yurtdışındaki örneklerin büyük bir kısmı (tahminen %95 seviyelerinde) off-shore olarak nitelendirilen kayıt dışı fonlardan oluşmaktadır. Bu da, bu fonların herhangi bir regülasyona tabi olmadan oldukça geniş bir yelpazede yatırım stratejileri uygulamalarını sağlamakta ve denetimlerinin de asgari düzeylerde olmasına neden olmaktadır. Ancak, son dönemde yavaş yavaş, (özellikle Avrupa ve Asya'da) kayıt altına alınarak ve belirli bir bölgenin yasal otoritesinin kurallarına tabi olarak kurulan hedge fonlarda artış olduğu gözlemlenmektedir. Ülkemizde de SPK, sektördeki bu eğilime uygun olarak, Türkiye'de kurulacak Serbest Yatırım Fonlarına hem kayıt zorunluluğu hem de denetim ve gözetime tabi olacakları bir takım kurallar getirmiştir. Dolayısıyla serbest yatırım fonları, yurtdışındaki pek çok örnekten bu noktada önemli bir farklılık göstereceklerdir.

Serbest fonların en büyük özelliği, uygulayabilecekleri yatırım stratejilerinin yatırım fonlarına kıyasla çok daha geniş olmasıdır. Borçlanma, kaldıraçlı pozisyon, türev ürünler, açığa satış ve diğer kompleks enstrümanlar gibi pek çok farklı yatırım aracını kullanabilmektedirler. Bu da, çok aktif bir portföy yönetimi stratejisinin uygulanabilmesine olanak

sağlamakta ve serbest fonların mutlak getiri hedefleyebilmelerini desteklemektedir. Bu fonlar genellikle mutlak getiri hedeflemelerinden dolayı, beta olarak nitelendirilen piyasa korelasyonlu getiriler yerine alfa olarak adlandırılan yönetici yeteneğinden kaynaklanan performans sağlamaya çalışırlar. Halbuki geleneksel yatırım fonları yalnızca bir varlığa sahip olmak anlamına gelen uzun pozisyon alabildikleri için, gösterecekleri performans kendilerine karşılaştırma ölçütü olarak seçtikleri endeks yada endekslerle dolayısıyla da piyasa performansı ile çok daha yüksek oranda korelasyona sahip olacaktır. Serbest fonların geleneksel yatırım fonlarından bir diğer farkı da, genel olarak dünya örneklerinde de olduğu gibi nitelikli yatırımcı olarak tanımlanan kişiler tarafından yatırım yapılabilmeleridir. Nitelikli yatırımcı SPK tarafından özetle; tebliğde tanımlanmış çeşitli kurum ya da kurumsal yatırımcıların dışında, en az 1 Milyon YTL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler olarak tanımlanmıştır. Yurtdışı örneklerde de gözlemediğimiz uygulama, serbest fonların yatırım stratejilerinin kompleks yapılarının hane halkı tarafından anlaşılmasının zor olduğu ve belirli büyüklükteki yatırımcıların piyasaları daha derinlemesine bilebileceği varsayımından hareketle belirlenmiştir. Ayrıca özellikle yurtdışında sektörün kontrolünün asgari seviyelerde olması, oluşabilecek problemler karşısında hane halkının zarar görmesine neden olabilecektir. Büyük yatırımcıların bu riskleri bildiği kabul edilmektedir.

Yatırım fonları genellikle yatırımcılarından sabit bir yönetim ücreti alırken, serbest fonlar bu yönetim ücretini daha düşük bir seviyeye çekerek, performans dayalı ücretlendirme de yapmaktadırlar.

Son olarak, serbest fonlar konvansiyonel yöntemlerin dışında daha orta/uzun vadeli yatırım stratejileri oluşturdukları için, bu stratejilerin belirlenen dönem boyunca bozulmaması önem arz etmektedir. Ayrıca, zaman zaman likiditesi, para/sermaye piyasası ürünlerine kıyasla oldukça düşük olan varlıklara da yatırım yapabilmektedirler. Bu sebeplerden dolayı, serbest fonlar genellikle asgari yatırım süresi, daha uzun dönemlerde ve daha uzun valörlerde çıkış koşulu ya da fonun çıkışa sınırlama gibi diğer bazı kurallar da getirebilmektedirler.

2. Kurumunuz özelinde kuracağınız serbest fonun yatırım stratejisi ve özellikleri ne olacaktır?

İş Yatırım olarak, konu ile ilgili uzun vadeli bir ön çalışma süreci yaptık. Bu dönem içinde, hedge fon sektörünün gelişimini, dünyadaki uygulamaları ve yaşanmış vaka çalışmalarını inceledik. Bunun ardından, Türkiye'deki ilk örnekleri için uygun stratejilerin neler olabileceğine dair çalışmalar yaptık. Sonuç olarak, ilk kuracağımız serbest fonda "relative value" olarak adlandırılan ve göreceli değer yaratmayı hedefleyen hedge fon stratejisini uygulamaya karar verdik. Bu konuda kurumumuzun da alternatif yatırım stratejileri uygulamaları açısından yıllar içerisinde oluşmuş know-how'ını yatırımcılarımızla paylaş-

EMRAH YÜCEL
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Yurtiçi Piyasalar Bölüm Yönetmeni



mayı istedik. "Relative value" strateji grubunun altında pek çok farklı strateji kırılımları mevcut iken biz kendimizi bu alt grupların herhangi biriyle sınırlandırmayıp, multi-strateji "relative value" yapısını daha uygun bulduk. Bunu yaparken de, piyasa yönlü riskimizi asgari seviyelerde tutmayı hedefledik.

İş Yatırım Arbitraj Serbest Yatırım Fonu, haftada bir kez fiyat açıklayacak. Yatırımcıların bu fiyatlardan işlem yapabilmeleri için 3 işgünlük bir valörlü bildirimde bulunmaları yeterli olacak. Ayrıca, mutlak getiri hedefleyen fon, sabit bir yönetim ücretinin yanı sıra performans dayalı ücretlendirme de yapacak. Biz mutlak getiriyi, belirlenen uygun bir risksiz getiri aracı üzerindeki getiri olarak tanımladık. Dolayısıyla, fonun başarılı olabilmesi için yalnızca mutlak getiri değil, risksiz getiri oranı üzerinde bir getiri sağlanması gerekmektedir.

3. Risklilik seviyesi yüksek olan bu fonlarda, ne tür bir risk yönetimi sistemi uygulanacaktır?

Öncelikle bu fonların stratejilerinin -yaygın algılamanın aksine- genel olarak yüksek riskler taşımak değil, pozisyon sınırlamaları olmadığı için her türlü yatırım aracını kullanarak baz bir getiri seviyesinin üzerine katma değer yaratmak olduğunu vurgulamakta fayda var. Dolayısıyla, serbest fonlar için risk yönetiminin en önemli unsurları, kompleks ve pek çok farklı yapıdaki enstrümanı bir arada barındırmalarından dolayı bunların fon üzerindeki net etkilerinin etkin bir biçimde analiz edilip, doğru yatırım stratejilerinin oluşturulmasıdır. SPK, serbest yatırım fonlarının kurulmasının gündeme gelmesinden sonra hem bu fonlar, hem de genel olarak yatırım fonu sektörü için önemli düzenlemeler yapmıştır. SPK'nın konu ile ilgili detaylı alt yapı çalışması ve oluşturulan iç kontrol ve risk yönetim sistemleri ile kayıt zorunluluğu dikkate alındığında daha etkin ve ölçülebilir bir risk kontrolü oluşturulması beklenilebilir. Sektörün denetim ve gözetimi kayıt dışı (off-shore) uygulamalara göre artabilir. Bu husus da son dönemde yurtdışı örnekle-

“ Kurumlar için hedge fonları cazip kılan, hem mutlak getiri hedeflemelerinin uzun vadeli reel büyüme stratejilerine destek vermesi hem de hedge fonların oldukça geniş bir yelpazede farklı stratejiler uygulamalarının kurumların daha etkin portföy çeşitlendirmesi yapmalarını sağlamasıdır. ”

rinde görülen ve yüksek risk almış bazı fonların yüksek zararlar yazmalarının karşısında önemli bir tedbir olarak nitelendirilebilir.

Biz de İş Yatırım olarak, mevzuatsal zorunlulukların çok ötesinde bir risk yönetim sistemi oluşturup, kurum içinde ayrı bir müdürlük tarafından risk takibi ve analizi için detaylı bir yazılım oluşumunu tamamladık. Bu bağlamda, farklı metot ve varsayımlar altında hesaplama yapabilecek RMD (riske maruz değer) bazlı ve aynı zamanda pek çok farklı kırılım altında risklerin takip edilebileceği bir sistem kurduk. Kompleks türev enstrümanlar da dahil olmak üzere yapılabilecek bu analizlerin dışında çeşitli senaryo çalışmaları, stres testleri, duyarlılık analizleri ve back-testler gibi pek çok farklı araç ve bakış açısı kullanılarak risk ölçümünü takip etme olanığına sahip olacağız.

4. Fonun, ne tür yatırımcılara uygun olarak satılması düşünülüyor, müşteri hedef kitlesi kimlerdir?

Her şeyden önce serbest fon yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabilecek. Ayrıca fon TL bazlı getiri hedefleyeceği için, yerli ve TL riski almak isteyen ya-

bancı yatırımcılardan oluşmasını beklemekteyiz. Bu noktada, kurumsal yatırımcıların da risk dağılımı sağlayabilecekleri bu ürüne talep göstermesini beklemekteyiz. Zira, fonun risksiz faiz oranı üzerinde getiri hedeflemesi, uzun vadede volatilitesi göreceli olarak düşük yapısıyla birlikte reel getiri sağlama potansiyeli, kurumların portföy çeşitlemelerine katkıda bulunmasını sağlayabilecektir.

5. Serbest fonların önümüzdeki beş sene içerisinde ne tür gelişim göstermesini ve ne seviyelere ulaşmasını beklemektesiniz?

Hedge fonların yurtdışı örneklerini incelediğimizde, 2000li yıllarla birlikte artan büyüme hızlarında başlıca etken olarak kurumsal yatırımcı katılımı göze çarpmaktadır. Başta özel yada kamu emeklilik fonları olmak üzere, bu kurumlar ya doğrudan hedge fon yatırımları yada çoğunlukla hedge fon sepetlerine yatırım yaparak sektörün büyüme hızında önemli bir unsur olmuştur. Kurumlar için hedge fonları cazip kılan ise, hem mutlak getiri hedeflemelerinin uzun vadeli reel büyüme stratejilerine destek vermesi hem de hedge fonların oldukça geniş bir yelpazede farklı stratejiler uygulamalarının kurumların daha etkin portföy çeşitlendirmesi yapmalarını sağlamasıdır. Bu bağlamda, Türkiye'de de, kurumsal yatırımcı katılımının serbest fonların gelişiminde kilit rol üstleneceğini düşünmekteyiz. Serbest fonların ilk yıllarında çok hızlı büyüme beklemek pek gerçekçi olmayacaktır ancak uzun vadede yarattıkları katma değerlerin ortaya çıkmasını beklemekte ve kurumsal yatırımcı katılımıyla da büyümesini beklemekteyiz. Burada en önemli faktörlerden biri de, serbest fon çeşitliliğinin artması gerekliliğidir. Zira, bu durumda serbest fon sepetleri oluşturmak daha sağlıklı olacak, bu da kurumsal yatırımcı katılımını daha destekleyici bir unsur olacaktır. Bizim tahminimiz, beş yıl içerisinde serbest yatırım fonlarının, toplam yatırım fonu sektörünün %5'ine yakın bir büyüklüğe ulaşabileceği yönündedir.

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1. Serbest fonların, diğer yatırım fonları ile kıyaslandığında tarz ve işleyiş olarak farklılıkları nelerdir?

Yatırımcılar açısından serbest fonların ülkemizdeki diğer yatırım fonlarına göre en büyük farklılığı getiri hedefinde ortaya çıkmaktadır. Serbest fonlar mutlak getiriyi hedeflerken, klasik fonlar relatif getiri hedeflemektedir. Klasik fonlarda özellikle karşılaştırma ölçütünün getirisinin negatif olduğu dönemlerde fon getirilerinin de endeksleme(benchmarking) nedeniyle çoğu zaman negatif seyretmesi yatırımcılar tarafından olumsuz algılanmaktadır. Serbest fonlar mutlak getiriyi hedeflerken kendi stratejilerine göre makroekonomik-istatistiksel modeller ile değişik piyasa ve enstrümanlardaki fırsatları değerlendirmekte, gelişmiş risk yönetim sistemleri ile de risklerini kontrol etmektedir. Yapılan getiri-risk analizlerinde serbest fonlara yatırım yapan portföylerde getirilerin artarken risklerin azaldığı görülmüştür.

2. Kurumunuz özelinde kuracağınız serbest fonun yatırım stratejisi ve özellikleri ne olacaktır?

Piyasa nötr (market neutral) ve Trend Takibi stratejileri ile yönetilmek üzere iki adet serbest fon için hazırlıklarımız tamamlanmış olup Sermaye Piyasası Kurulu'ndan kuruluş izni alınmıştır.

3. Risklilik seviyesi yüksek olan bu fonlarda, ne tür bir Risk Yönetimi sistemi uygulanacaktır?

Serbest fonlarda diğer fonlarda uygulanan iç kontrol sistemlerinin yanısıra piyasa riskinin ölçülmesinde Riske Maruz Değer (RMD) tabanlı simülasyon, stres testleri ve senaryo analizlerini içeren risk yönetim sistemleri kullanılacaktır. Risk yönetim sistemi önceden belirlenen risk seviyelerine ulaşılmamasının esas alınacağı, ulaşılmaması durumunda ise risk düşürücü aksiyon alınacak; anlık takibe im-

kan sağlayacak şekilde tasarlanmıştır. Düzenli bir şekilde geriye dönük olarak yapılan testler ile risk yönetim sisteminin geliştirilmesi amaçlanır.

4. Fon, ne tür yatırımcılara uygun olarak satılması düşünüyor, müşteri hedef kitlesi kimlerdir?

İlk etapta Nitelikli bireysel yatırımcılar ile serbest fonlara yatırım yapan fonlar hedeflenecektir. Daha sonraki dönemlerde ise dünya uygulamalarında olduğu gibi emeklilik fonlarına ve vakıflara yönelinilecektir.

5. Serbest fonların önümüzdeki beş sene içerisinde ne tür gelişim göstermesini ve ne seviyelere ulaşmasını beklemektesiniz?

- İçinde bulunduğumuz küresel çalkantı döneminde serbest fonların klasik yatırım araçlarına göre daha iyi performans göstereceğine ve bunun da serbest fon endüstrisinin küresel anlamda kriz sonrası dönemde büyümesini hızlandıracağını düşünmekteyiz.

- Ülkemizde ise piyasaların yeterince gelişmemiş ve/veya derinleşmemiş olması bazı serbest fon stratejilerinin uygulanmasını şu an için engellemektedir. Özellikle ödünç-açığa satış işlemleri, türev piyasaları ve özel sektör borçlanma araçlarının gelişmesi serbest fon endüstrisinin önümüzdeki dönemde performansını önemli ölçüde etkileyecektir.

- Serbest fonların dünyadaki gelişim süreci incelendiğinde yatırımcıların bilgi ve tecrübelerinin artması ile sektörün geometrik büyüme sergilediği görülmektedir. Yatırımcıların bilgilendirilmesi ile serbest fonlar hakkındaki yanlış görüşlerin giderilmesi ülkemizde serbest fonların gelişimini hızlandıracaktır.

- 2013 Türkiye'sinde 8-10 değişik strateji ile kurulmuş serbest fonların toplam fon pazarının %15'ine ulaşmasını beklemekteyiz.

MEHMET TAYLAN

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Hazine Grup Müdürü

“ İçinde bulunduğumuz küresel çalkantı döneminde serbest fonların klasik yatırım araçlarına göre daha iyi performans göstereceğine ve bunun da serbest fon endüstrisinin küresel anlamda kriz sonrası dönemde büyümesini hızlandıracağını düşünmekteyiz. ”



BELMA ÖZTÜRK

Duyguların Finansal Karar Verme Sürecinde Etkisi: **Christoph Merkle**

TKYD dergisinin ilk sayısında Daniel Kahneman ve Davranışsal Finans konusunda bazı çalışmalara değinmiştim. Konu ilginizi çekti ise bu yazımda da sizlere Mannheim Üniversitesi'nden Christoph Merkle'in 2007 yılında yayınladığı 'Duyguların Finansal Karar Verme Sürecinde Etkisi Üzerine Disiplinler Arası Yaklaşım' makalesinden bazı bilgiler sunmak istiyorum.

Duygular olmadan yaşamın manası olmazdı kesinlikle, ancak sorgulama kapasitemiz de hayatta kararlarımızı verirken hata yapma durumumuzu tanımlar. Analitik olarak duyguları tanımlamak ise bu anlamda oldukça güç bir durum haline gelmektedir özellikle de ekonomik ve finans alanına bakarak incelediğimizde.....

Hedefler, arzular ve tercihler subjektif olup içerikleri rasyonel standartlarda değildirler. Her ne kadar ekonomistler kişilerin rasyonel oldukları görüşündeyse de psikologlar bu konuda daha nötr bir görüş sergilerler. Bayes teorisi veya Beklenen

Fayda Teorisi içine duygular da dahil edilebilir. Doğal olarak bunun çok kolay olmadığı bellidir, duygular için fayda-maliyet analizini yapmak komplike bir süreçtir. Düşünün ki inançların içeriği istatistiksel beklenen tüm durumlar için olan olasılıkların tek tek hesabından oluşmaktadır ve bu hesabı tüm olasılıklar için bir araya getirme oldukça yorucu bir iş olacaktır.

Markowitz'in etkin piyasa teorisinde varsayım tüm ulaşılabilir bilgilerin piyasa fiyatlarının içinde etkisi olduğudur. Davranışsal finans konusunda yapılan çalışmalar için bir genelleme şu an için söz konusu değildir ve yapılan çalışmalar sadece tek tek davranışların anomali veya yargı durumlarını işaret debilmektedir. Duyguların yoğun olma durumu bazı hedeflere ulaşmanın güçlüğünü ortaya çıkarabilir. Duygular hafızadan bu konudaki saklanmış bilgileri geri getirirler. Olumlu düşünceler olumlu bilgileri olumsuz düşünceler ise olumsuz konular ile ilgili duyguları ortaya çıkarırlar ve buna ilave olarak duygular karar mekanizmalarını etkilerler.

Duygular olmadan yaşamın manası olmazdı kesinlikle, ancak sorgulama kapasitemiz de hayatta kararlarımızı verirken hata yapma durumumuzu tanımlar.

Davranış mekanizmasını anlatan iki sistem olduğu düşünülmektedir. Bir tanesi intuitif (içgüdüsel), diğeri ise kural bazlı sistemdir. İçgüdüsel sistem otomatik ve hızlı bir halde iken, diğeri kontrollü ve yavaş kural korumaya yönelik bir sistemdir. Bu iki farklı sistemin bir arada varolması bazıları tarafından olumsuz olarak algı-lansa da duruma pozitif olarak bakılabılır. İçgüdüsel sistemin sonucunu diğerkuralcı sistem kontrol eder ve düzeltir. Finansal karar verme konularında ise yine kural bazlı sistemin harekete geçmesi beklenebilir. Zaman baskısı ve çok fazla işin aynı anda yapılması bu konuda karar verme yetisini sınırlamaya sebep olur.

Pozitif ve negatif duyguların kararlar üzerinde etkisi şöyle düşünülmektedir. Pozitif duygular daha düşük risk almaya yönlendirmekte olup utanç ve kızgınlık gibi negatif duygular da daha fazla risk almaya yönlendirmektedir.

Beynin işleyişini analiz eden mekanizmalar içinde tansiyon, MR (manyetik rezonans), PET (pozitron emisyon tomografisi), SCR (deri conductance cevaplama) sistemlerini sayabiliriz. Hayvanlar ile yapılan deneyer ve elektrik ile beyinin stümüle edilmesi de ayrıca kullanılan yöntemler olarak sayılabilir. Beyinde duyguların olduğu bölge thalamus'dur. Bu konu oldukça karışık bir hale geliyor ama geçmişte duyguların limbik sistem tarafında olduğu görüşü de vardı ancak zaman içerisinde bu düşünce değişti. Limbik sistemin içerisindeki amigdala'nın negatif düşünceler için çalıştığı görüşüne sahip bazı bilim adamları vardır. Bu konuda oldukça farklı görüşler bulunmaktadır. Beyin sistemi içerisinde amigdala ve prefrontal korteks vücut ve beyindeki değişiklikleri tetikler ve somatik durumu oluşturur ve bu cevaplar duyguları oluşturur. Bu eldeki veriler daha önceden kayıtlı olan eğitim ve çevre faktörleri ile oluşan somatik işaretler ile karşılaştırılır ve eğer bir uyum bulunursa bir duygu ortaya çı-

kar. Bu somatik işaretlerin karar verme mekanizması ile alakalı oldukları düşünülmektedir.

İstek ile kontrol, planlama yeteneği, önceden düşünme ve sorgulama kapasitesi dil becerisi ile bağlantılı olmaktadır. Bu yetenek ise beyin sol tarafında bulunmaktadır. Planlama ise daha önce çevre ile olan tecrübelerimizi içerir, hafıza ve geçmiş deneyler önem taşır. Kognitif karar verme aşamasında ise farkındalık yani kişinin kendisi ve çevresi ile alakasının farkındalığı ön şarttır. Bilinçli olma hali kişinin kendi ve başkalarının düşüncelerini yansıtmaya kapasitesini içerir. İnançları, hatıraları, duyguları, bilinç durumunu ve beklentileri algılamayı sağlar. Duyguların bilinçli tecrübeleri dış dünya ile ilgili kişisel hedefleri gerçekleştirme ile ilgili bilgi verir. Esasında en önemli ayırım otomatik ve istek ile olan davranış şekli arasındadır. Duygusal olmayan rasyonel davranış şekli insanlar için işleyen bir sistem değildir. İnsanlar kuvvetli hisler ile olan kayıtlı durumları daha net ve iyi bir şekilde hatırlarlar. Risk korku, zarar korkusu ve pişmanlık ve hayal kırıklığı gibi korkulara maruz kalma gibi negatif duygulara bağlantılıdır. Dealerlar bu konuda istisna olmayıp volatil piyasalarda daha yüksek fizyolojik hareketler gösterirler.

Bir görüşe göre de beyinde bir ödül mekanizması vardır ve zevk ile acı organizmanın esas hareket noktasını oluştururlar. Ödül ve ceza mekanizması belirli bir davranış seçmek için hedef ve çözüm oluştururlar.

Davranışsal Finans bu çerçevede kafamızda oluşan pek çok soruya cevap aramakta olup şimdiye kadar bu soruların cevabını bulabilmiş değildir. Yapılan çalışmalar farklı olguları dikkate alır ancak genel bir model ile sistemi anlaşılır hale getirmek mümkün olmamıştır. Fiyatlar yükseldiğinde veya düştüğünde pozitif veya negatif düşünce-

ler oluşur. Bu düşünceler genel hareket haline gelerek tüm piyasaya yansiyabilir ya da bireysel olarak kalabilir. Genele yansımada duruma ise overreaction-fazla reaksiyon verme diyebileceğimiz aşırı piyasa hareketleri gündeme gelebilir. İnsanlar aynı doğrultuda hareket ettiklerinde ise sürü hareketi dediğimiz sosyal olarak ortak aynı görüşü oluşturma durumu ortaya çıkar. Grubun hareket hali içinde ortak davranış şekli kişilere bir rahatlık sağlar. Şimdiye kadar yapılan çalışmalarda hava durumu, gün ışığı süresi, mevsimler, terör olayları, politik durumlar, bioritim, ayın fazları, spor gibi konuların hisse senedi getirilerine etkileri araştırılmıştır.

Finansal karar verme konusunu açıklamak için tasarlanan çok az sayıda modelden biri Salzman ve Trifan'a aittir. Bu model rasyonel yatırımcıların beklentilerini şekillendirirken diğeryatırımcıların düşüncelerini dikkate aldığını, ancak duygusal yatırımcıların ise daha fazla içgüdüsel olarak karar aldıklarını veri olarak almaktadır.

Duygusal karar vermenin finansal karar almada olumlu veya olumsuz sonuç sağladığı konusu davranışsal finans alanında cevap bulmuş değildir. Bu konuda yapılan çalışmalar ampirik veri üzerine olmaktadır ve nörofinans nörobilimin karar verme mekanizması için finans alanına uygulanmış halidir. Nörofinansın beyin süreçleri ile yatırım süreçleri arasında ilişki kurma konusunda çabası vardır. Algıların oluşmasında ve düşüncelerin oluşmasında, tercih ve hedef belirlemede insan beyinin nasıl işlediği davranışsal finans alanında merak konusudur. Eğer beyin gerçekten kompleks bir düzen ise duyguların düşünceleri etkilemesi konusunda öğrenilen yenilikler, bu konuda bulunacak cevaplar, davranışsal finans alanında gelişim sağlayacaktır. Zaman bize bu konuda yapılacak ve yapılan çalışmalarını ne kadar önem taşıdığını gösterecektir.



Derleyen:

Halim ÇUN

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Genel Müdür Yardımcısı

Amerika'nın en popüler fon yöneticisi:

Ken Heebner

Şu günlerde Amerika'nın en popüler fon yöneticisi kim diye sorsanız, muhtemelen Ken Heebner yanıtını alırsınız. Kendisi Capital Growth Management adlı fon yönetimi şirketinin kurucu ortağı ve CGM Focus'un fon yöneticisi. Heebner'ı bu kadar yıldızlaştıran gösterdiği olağanüstü performansı. Belki de yatırım fonları tarihinin en göz kamaştırıcı hisse senedi yatırımcısı olarak da adlandırabiliriz kendisini.

Yatırım alanında Warren Buffett, Carl Icahn gibi gibi "guru"lar herkes tarafından bilinir, ancak 67 yaşındaki Heebner de istikrarlı performansı ile ülkenin en iyi fon yöneticisi tahtına oturmuş bulunuyor. Mütevazı bir yaşam süren ve disiplinli bir yatırımcı olan Heebner sabahları saat beşte kalkarak günlük haberleri ve araştırmaları okumaya başlıyor. En son haftalık tatilini 1980'lerde aldığını söyleyen Heebner, Fortune dergisine verdiği bir söyleşide, "rahatlamak için tatile gitmeme gerek yok, borsa beni rahatlatıyor" diyecek kadar mesleğine aşık.

Mayıs 1998'den bu yana CGM Focus, yıllık ortalama % 24 getiri ile tüm yatırım fonları arasında en iyi on yıllık getiri rekorunu elde ederken aynı dönemde Standard & Poor's 500 Endeksinin getirisi yalnızca % 4 olarak gerçekleşti. Heebner'in fonu 7.4 milyar dolarlık büyüklüğü ile bu yıl da % 15'lik getirisi ile (Mayıs 19 itibarıyla) 2008'de de başarısını sürdürüyor. Ancak Heebner'in en parlak yılı, özellikle enerji, metal ve gübre hisse senetlerine yoğunlaşarak % 80 getiri el-

de ettiği 2007 yılı oldu. Aynı yıl S&P 500'in getirisi yalnızca % 4'te kalmıştı. Heebner'in performansı çevresindeki yöneticilerini de şaşırtıyor. Ancak, bu parlak getiri serisinin tesadüf olmadığı da ortada: 1997'de kurulan Focus, yalnızca bir yıl (2002) eksi getiri sergilerken, dört yıl % 45 ve üzerinde getiri sağladı. Peter Lynch'in Fidelity Magellan'daki 14 yıllık yönetimi, ve sergilediği başarı fon yönetimi alanında "mükemmellik örneği" olarak bilinir. Morningstar'ın verilerine göre Lynch'in en başarılı dönemi olan Ağustos 1977- Ağustos 1987 arasındaki on yılda yıllık ortalama % 36 gibi olağanüstü bir performans göstermişti. Bu oldukça başarılı bir performans olmasına karşın Lynch, aynı dönemde S&P 500'ün ortalama % 19'luk performansının da ortaya koyduğu gibi çok canlı bir boğa piyasasının rüzgarını arkasına almıştı. Sonuç olarak, Lynch en başarılı döneminde piyasaları yıllık ortalama % 17 geçerken, Ken Heebner'in performansı çitayı % 20'ye yükseltiyordu!

Tüm bunların yanı sıra, Focus Heebner'in yönettiği tek başarılı fon değil. CGM Realty (sektör fonu),

CGM Mutual (hisse ve bonolardan oluşan dengeli bir fon) ve CGM Capital Development da Hebner'in yönettiği yüksek performanslı fonlardan. Realty de, son on yılda ortalama yıllık % 22'lik getirisi ile Morningstar'a göre tüm fonlar arasında 6. sırada yer alarak övünç kaynağı olan bir başka fon. Ayrıca kendi kategorisinde, emlak sektöründeki durgunluğa direnen yegane fon durumunda. Realty, son bir yıllık % 34 getirisi ile kendi kategorisinde birinci sırada yer alırken, ikinci sıradaki rakibinin % 6'lık getirisine ciddi fark atmaktadır.

Gerçek Bir Karşıt Yatırımcı

Hebner'in bu başarıları nasıl yakaladığı, sayıların ortaya koyduğu gerçeklerin de ötesinde, çok daha ilgi çekici. Gerçek bir karşıt yatırımcı olan Hebner, "herkesin beni ahmak olarak gördüğünde" bir yatırımcı olarak kendimi çok daha güvenli hissediyorum demekte. Ekonomide oluşmakta olan eğilimleri ortaya çıkarmak için saatlerce çalışır. Ciddi kar vaadeden bir hisse yakaladığı zaman aşırı oranda pozisyon alabiliyor. Olağanüstü sezgileri ile herkesin sersemlediği karmaşık piyasalardaki bütün fırsatları görmek gibi bir yeteneği var.

Hiçbir zaman teknoloji hisselerine sıcak bakmayan (aynı zamanda teknolojik ürünlere de) Hebner, Ocak 2000 ile Eylül 2001 dönemi arasında teknoloji ve telekom hisselerinde kısa pozisyonlar alarak balonun patladığı dönemde ciddi boyutta kar elde etti. Aralık 2000'de, gerileyen faiz oranlarının konut sektörü için olumlu olacağı beklentisi ile D.R. Horton ve Lenar gibi inşaat şirketlerinin hisselerini almaya başlamıştı. Hisseler katlanarak değer kazanırken Hebner'in fonlarındaki konut sektörü pozisyonları önemli oranlara yükselmişti. Ancak konut sektörüne yönelik kredi piyasasının aşırı boyutlara ulaşmasında rahatsızlık duyan Heebner, Ocak 2005

““ Hebner'in “amiral gemisi” Focus'un geçen yılın Haziran sonu portföyüne baktığımızda Fon dehasının uzun vadeli vizyonunu da görüyorduk: Portföyün yarısı yabancı hisselerle ayrılmış iken diğer yarısı da gelirlerinin önemli kısmını deniz aşırı operasyonlardan kazanan ABD şirketlerine ayrılmıştı. ””

tarihinde (sektörün çökmeye başlamasında bir kaç ay önce) elindeki inşaat sektörüne ait bütün hisseleri satmıştı!

Geçen Yıldan Tahminler

Hebner'in “amiral gemisi” Focus'un geçen yılın Haziran sonu portföyüne baktığımızda Fon dehasının uzun vadeli vizyonunu da görüyorduk: Portföyün yarısı yabancı hisselerle ayrılmış iken diğer yarısı da gelirlerinin önemli kısmını deniz aşırı operasyonlardan kazanan ABD şirketlerine ayrılmıştı.

Hebner aynı zamanda heyecanlı bir “trader” özelliklerine de sahip. Değişen koşullara göre olağanüstü bir önsezi ile çok hızlı hareket ederken, bir kaç ay içinde portföyünde önemli değişiklikler yapabiliyor. Geçen yıl, Ağustos ayında kendisi ile bir söyleşi yapan Kiplinger dergisinin muhabirine yaptığı yorumlar bu açıdan çok ilgi çekici. Kiplinger, kendisine “yıl başında portföyünün % 25'i gibi önemli



KEN HEEBNER

bir bölümünün öndegelen yatırım bankalarında olmasına karşın, 30 Haziran bilançosunda tamamının sattığını gördüğünü ve bunun nedenini” soruyor. Hebner'in yanıtı, “Subprime krediler sorunu çok kimsenin öngöremeyeceği boyutlarda, özellikle CDO'lar hedge fonlar ve özel sermaye şirketleri için problem yaratacak, bu da özellikle bu enstrümanlara yatırım yapan yatırım bankaları için iyi olmayacak. Bu nedenle enerji, altyapı ve madencilik hisselerine geçtim”. Geçen yıl yaptığı söyleşide Hebner, tüm gelişen olumsuzluklara karşın hisse senedi piyasaları için uzun vadeli beklentilerinin değişmediğini söylüyor: “ Ekonomideki yavaşlama konut sektörü ve tüketici harcamaları açısından iyi olmayacak....ancak bunun bir durgunluğa yol açacağını sanmıyorum, gelecek yıl büyüme yüzde 0-1 arasında gerçekleşir.Önümüzdeki dönemin 1962 dönemine benzeyeceğini tahmin ediyorum, tatsızlaşan ekonomi hisse senetleri almak için olağanüstü bir fırsat yaratmıştı”.

Sophisticated Investing. Simplified.

direxion

Kaldıraçlı Borsa Yatırım Fonları piyasalara heyecan getirecek

Ürün çeşitlendirme ve farklılaşma adına iddialı bir adım atan bir yatırım şirketi piyasaya borsa getirisini üçe katlayacak bir BYF (Borsa Yatırım Fonu) sunmaya hazırlanıyor.

Direxion Funds, başta standard &Poor's 500 olmak üzere belli başlı ABD endekslerinin getirilerini üçe katlayacak kaldıraç kullanılan bir grup BYF'nu tasarladığını bildiriyor. Doğal olarak zararların da üçe katlanacağı söz konusu yatırım aracı, risk ve getiri üzerindeki tartışmalara yeni boyutlar kazandıracığa benziyor. ABD Sermaye Piyasaları Kurulu (SEC)'na sunulan yeni ürünler arasında aynı nitelikte kar ve zararları üçe katlayan "ayı" piyasası nitelikli fonlar olduğu gibi, aynı şekilde kaldıraç kullanılan Japonya, Latin Amerika gibi bölgesel fonlarla enerji ve inşaat gibi sektörel fonlar da bulunmaktadır.

Mevcut durumda piyasa getirilerini ikiye katlayan BYF'ler bulunmakla birlikte Direxion fonları ile ilk kez getiriler üçe katlanacak. Örneğin, Direxion S&P 500 Bull 3X hisseleri, S&P 500 % 2 getirdiğinde yatırımcıya yaklaşık % 6 kazandıracak. Aynı şekilde tersi durumda da zarar üçe katlanarak % 6 olabilecek. Söz konusu fonun yıllık yönetim ücreti izahnamesinde, % 0.75 olarak belirtiliyor.

Kaldıraçlı ve kısa-pozisyonlu BYF'lerin yaygınlaşması ile borsada işlem yapan bireysel yatırımcıların daha gelişmiş stratejiler kullanırlarken ve beklentileri doğrultusunda agresif pozisyon alırken daha az parasal kaynak ayırmaları gibi bir yarar sağlayacağı ileri sürülüyor. Ancak, resmi izin alınarak piyasaya girdiğinde söz konusu BYF'lerin genellikle piyasadaki oynaklığa bağlı olarak getiri sıralamasının en alt ya da en üst sıralarında yer alacağı görüşünden yola çıkarak, bu denli yüksek riskli yatırım araçlarının ortalama yatırımcıdan çok sektör profesyonellerine hizmet edebileceği ileri sürülüyor.

Daha önce Potomac Funds olarak da bilinen Drexel Funds, daha çok piyasaya kısa ve uzun yönde pozisyon alan kaldıraçlı endeks fonları konusunda uzman olarak biliniyor.

Buffett'in büyük iddiası

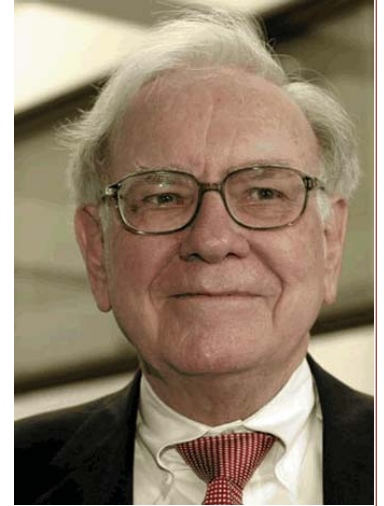
Ünlü milyarder özel seçilmiş "hedge fon" portföylerinin bile uzun vadede borsa endeksini geçemeyeceğini iddia ediyor !

Berkshire Hathaway'in CEO'su ünlü milyarder Warren Buffet ile New York merkezli Protege Partners LLC adlı şirket arasında çok sıkı bir iddiaya girildiği ortaya çıktı: Önümüzdeki on yıl içinde uzmanlar tarafından seçilmiş bir "serbest fonlar" portföyü S&P 500 endeksini geçebilecek mi ?

Protege'in özellikle "serbest fonlar fonu" yönetiminde uzman bir portföy yönetimi şirketi

olduğu dikate alınırsa çok çekişmeli geçecek bir iddiaya benziyor. Protege kendi yönettiği beş ayrı "serbest fonlar fonu" nun ortalama performansını iddianın bir yanına koyuyor. Diğer yanda ise aktif portföy yönetiminin uzun vadede bir katkısı olamayacağını ileri süren Buffet, söz konusu fonların yönetim ücretleri ve giderlerini dikkate aldığımızda düşük yönetim ücretli olan Vanguard'ın yönettiği S&P 500 Endeks fonunu geçemeyeceğini ileri sürüyor. İddia 2008 yılı başında başlamış ve 31 Aralık 2017 tarihinde sona erecek.

Her iki taraf da 320,000 dolar ortaya koymuş, ve toplanan para ile vade sonu değeri 1 milyon dolar olan uzun vadeli iskontolu bono alınmış. İddiayı Buffet kazanırsa, bu para Omaha'daki, Buffet'in eşinin de yöneticisi olduğu Girls Inc. Adlı kuruluşa gidecek, Protege kazanırsa para Londra merkezli Absolute Return for Kids adlı hayır kurumuna gidecek. İddia ile ilgili bilgi <http://www.longbets.org/> adlı web sitesinde bulunmaktadır.



WARREN BUFFET

Finansal kriz Fon Yönetimi şirketlerini de vuruyor

Legg Mason, son çeyrekte ilk kez zararda

G enel olarak fon yönetim şirketleri, yönettikleri varlıklar üzerinden belli bir yüzde ile yönetim ücreti alırlar ve piyasadaki dalgalanmalardan veya müşterilerinin kar veya zararlarından pek fazla etkilenmez olarak bilinirler. Ancak, ABD'de derinleşen finans sektöründeki kriz yavaş yavaş fon ve portföy yönetimi şirketlerini de vurmaya başlıyor.

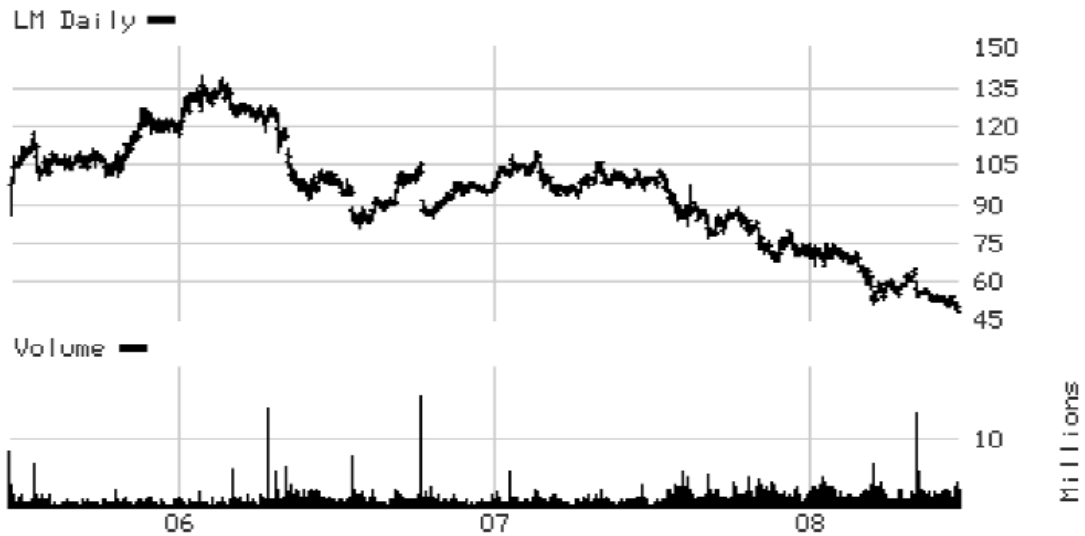
ABD'nin önde gelen küresel fon ve portföy yönetimi şirketlerinden Legg Mason, 1899 yılında kurulmuş köklü bir şirket, ancak halka arzedildiği 1981 yılından beri son 25 yıldır ilk kez çeyrek bazda zarar ettiğini açıkladı. Şirketin 31 Mart sonu itibariyle sona eren mali yılının dördüncü çeyreğinde 255.5 milyon dolar (hisse başına 1.81 \$) zarar ettiği açıklandı. Şirket geçen yılın aynı döneminde 172.5

milyon dolar (hisse başına 1.19 \$) kar etmişti.

Legg Mason'ın kaydettiği zararın esas nedeni şirketin yönettiği bazı fonlarla yaptığı "sermaye destekleme anlaşmaları" olarak gösteriliyor. Şirket, yönetmekte olduğu para piyasası fonlarını müşterilerine tamamen ana para garantisi ve düşük faizle pazarlamaktadır. Ancak, piyasadaki son dalgalanmalar ile yatırım yapılan bazı "yapılandırılmış yatırım araçlarının" (SIV) likidite kaybı ve zarar oluşması üzerine üç adet para piyasası fonunu desteklemek için son altı ayda 2 milyar dolar ayırmak zorunda kalmıştı. Söz konusu işlemler sonucunda şirketin 291 milyon dolar zarar ettiği belirtiliyor. Legg Mason'un bazı portföy yönetimi sözleşmelerinden de 94.8 milyon dolar zarar ettiği kaydediliyor.

Şirketin, yönetilen varlıklardan elde ettiği yönetim ücreti gelirlerinin yüzde 6 gerileyerek 1.07 milyar dolar olduğu, yönetilen varlıkların ise son bir yılda yüzde 2 gerileyerek 950 milyar dolara düştüğü belirtiliyor. Son çeyrekte özellikle hisse ve bono fonlarından çıkışın 24 milyar dolara ulaştığı kaydediliyor. Legg Mason tüm olumsuz koşullar karşın 2008 mali yılında 267.6 milyon dolar kar etmeyi başarmış. Şirketin 2007 yılı karı 646.8 milyon dolar idi. Şirket, yönettiği fonları muhtemel piyasa dalgalanmalarına karşı desteklemek için özel bir hisse senedine çevrilebilir borçlanma ile 1 milyar dolar borçlanmayı planlıyor. Düşük riskli bir yatırım olarak görülmesine karşın şirketin hisse senetleri son bir yılda % 50'den fazla değer kaybına uğrarken Şirket değeri de 6.8 milyar dolara geriledi.

Legg Mason: Hisse Senedi performansı



ABD’de Küresel Fonlar Moda

Birçok uzman, artık ABD ve diğer yabancı hisselerle ayrı ayrı yatırım yapmak zorunda olmadığınızı söylüyor. Çünkü yeni “küresel” fonlar yola çıktı.

Dünyada nereye yatırım yapacağınıza karar vermek, neye yatırım yapacağını seçmek kadar önemli olabilir. Ancak yıllar boyunca en iyi piyasalara yatırım yapmak için çalışmışsanız, bunun hareket eden bir hedefe nişan almak gibi birşey olduğunu bilirsiniz.

1980’lerde Japon hisse senetleri yatırımda başarı için en güvenli yoldu. 1990’larda patlayan teknoloji ekonomisi sayesinde güvenli yatırım ABD’de oldu. 2000’li yıllarda şimdiye dek, Çin, Hindistan ve Latin Amerika’daki gelişmekte olan ekonomiler sayesinde ABD dışı hisse senetleri parlıyor. Eğer bu teknik fayları erken keşfetmek için dünyayı kolaçan etmeyi tercih ederseniz, portföyünüzü hazırlarken ‘jet lag’le baş etmeniz gerekiyor.

Ancak bunun da çözümü var: Artık dünyayı turlamak gerekmiyor. Yakın dönemde, çeşitli yabancı ve ABD hisselerine yatırım yaparak yaşamı basitleştirmeyi vaad eden düzinelerce yeni portföy yatırım fonu ihraç edildi. Bir başka deyişle, dünyadaki tüm borsaların verimliliğinden basit bir yatırım fonu ile yararlanabilmek artık ABD’li yatırımcılar için mümkün.

Bu küresel fonların yükselişi, düşünce yapısında da önemli bir değişikliği yansıtıyor. Farklı piyasalar değişik döngülerle hareket ettiğinden dolayı uzun zamandır, hem ABD hem de diğer ülkelerin hisse senetlerine sahip olunması gerektiği savunuluyordu.

Değişen, ABD ve yabancı hisse senetlerine farklı menkul değerler gibi davranma fikri oldu. Çünkü, McDonald’s’in cirosunun yüzde 65’inin diğer ülkelerden, Toyota’nın cirosunun

ise yüzde 35’inin ise Kuzey Amerika’dan geldiği bir dünyada sorun ne olabilir? Thomson Reuters’ın işletme müdürü Mike Thompson, “Hisse senedi seçmek hisse senedi seçmektir” diyor.

Küresel hisse senedi fonları kesinlikle yeni değil. Bu konsept 1950’lerden beri biliniyordu. Ancak, son zamanlarda bu fonlar yeniden yatırımcıların ilgisini çekmeye başladı. Morningstar’a göre, son üç yılda 59 yeni küresel fon ihraç edildi.

Fon endüstrisinin birçok saygın oyuncusu da yeni trende katılarak, oyuna daha fazla kredibilitate katıyor. Örneğin Dodge & Cox, ilk küresel fonunu Mayıs ayında ihraç etti. Vanguard da bu yaz küresel fonlar için bir endeks başlatma planı olduğunu açıkladı.

Küresel fonlar yatırım stratejilerini de basitleştiriyor

Bir küresel fon ile, ABD’li yatırımcılar yerli ve yabancı hisse senedi karışımının nasıl olması gerektiği konusunda her zaman karar vermek zorunda kalmıyor. Örneğin, Vanguard’ın endeks fonuyla birlikte, fonlarıdaki dünya piyasası kapitalizasyonunda her ülkenin payını bilmek mümkün olacaktır. Bu fonlarla çalışmanın en basit yolu, mevcut büyük kapitalizasyonlu ABD hisse senedi fonları ile yabancı portföyleri yer değiştirmektir.

Eğer, sayıca az olan diğer yerli portföyler tercih edilirse, örneğin sağlıklı bir sektör fonu veya küçük ve orta sermayeli şirket fonları uygun olabilir. Bu durumda ABD piyasasındaki ağırlık daha fazla olacaktır.

ABD’deki hisse senedi fonlarının büyük çoğunluğunun da dünya çapında yatırım yaptığı kaydediliyor. Büyük

sermayeli ABD’li hisse senedi fonlarının yüzde 80’inden fazlasında yabancı menkul değer bulunmaktadır ve bazıları aktiflerinin yüzde 50’sinden fazlasını yurtdışında tutarlar.

Daha da ötesi, tarih uzun vadede performansın o kadar farklı olmadığını söyler. T. Rowe Price, ABD ve yabancı hisse senetlerinden oluşan çeşitli kombinasyonları analiz etti. 1970’den 2007’ye kadar yüzde 60 ABD yüzde 40 yabancı hisse senedinden oluşan karışım yıllık ortalama yüzde 11.3 getiri sağlamıştır. Yüzde 60 yabancı, yüzde 40 ABD karışımı ise biraz daha iyi performans gösterdi; yüzde 11.4.

Küresel fonlar yeni dünya düzenini yansıtıyor

Yabancı hisse senetleri eskisi kadar ABD’li yatırımcıların portföyünü çeşitlendirmiyorlar. Son beş yılda ABD ve yabancı hisse senetleri hemen hemen aynı trendleri izlediği görülüyor. Net Davis Research tarafından hazırlanan son rapor, hisse senetleri arasında büyük performans farklarının ülkeler arasında değil, sektörler arasında olduğunu ortaya koydu. Küresel fonlar bu trendin avantajını almak için en iyi pozisyon alanlardır.

Neden? Çünkü, şirketlerin merkezinin nerede olduğu önemli olmaksızın dünyadaki en iyi hisse senetlerini seçerler. Şimdiye dek, bu küresel düşünme trendi meyvelerini verdi. En az 10 yıllık geçmişi olan küresel hisse senedi fonları yıllık ortalama yüzde 6.2 getiri sağladı. Bu S&P 500’ün yıllık ortalama yüzde 3.8’inin üzerinde ve Morgon Stanley’in yabancı hisse senetlerinden oluşan endeksi EAFE’nin yüzde 6.8’lik yıllık getirisinin biraz altında.

Luxembourg financial centre

Tailor-made financial solutions
for a demanding international clientele



www.lff.lu



Seminar: "Luxembourg, a global financial centre"

Istanbul, Swissôtel Bosphorus, September 9, 2008

17:00 **Registration**

17:30 **Official Welcome**

by H.E. Mr Jeannot Krecké, Minister for the Economy and Foreign Trade, Luxembourg

17:45 **Luxembourg, a global financial centre**

by Mr Jean-Jacques Picard, Secretary General, Luxembourg for Finance

18:00 **Focus on UCITS: latest trends and developments**

18:40 **Focus on alternative products**

19:20 **Testimonial**

19:30 **Iftar Reception in the presence of H.E. Mr Jeannot Krecké,
Minister for the Economy and Foreign Trade, Luxembourg**

For any additional inquiries concerning the seminar,
please contact **Luxembourg for Finance** at events@lff.lu
or at the following phone number: + 352 27 20 21 1

Save the Date!



Prof. Dr. TURAN GÖKÇEN BALI
Koc Üniversitesi Finans Bölümü
Öğretim Üyesi



Koç Üniversitesi Finans Master Programı

Koç Üniversitesi Finans Master Programı kamu ya da özel sektör kesimlerinde finansal ekonomi alanında uzmanlaşmak isteyenlere yönelik olarak tasarlanmış bir programdır.

Kuruluşunun onbeşinci yılında Koç İşletme Enstitüsü, profesyonellere yönelik yeni bir Finans Master Programı geliştirmiştir. 1994 yılından beri başarı ile yürüttüğümüz Koç Executive MBA Programının yanında Finans Master Programımız da çalışmakta olan profesyonellere, çalışırken kaliteli bir yüksek lisans eğitimi almak fırsatı sunacaktır. Yeni finans programımız 12 ay olarak tasarlanmış olup, derslerimiz haftaiçi akşam saatlerinde ve Cumartesi günleri yapılacaktır. Ayrıca, ulaşım kolaylığı sağlamak amacıyla derslerimiz, yeniden restore edilmekte olan İstinye kampüsümüzde yapılacaktır.

Koç Üniversitesi Finans Master Programı kamu ya da özel sektör kesimlerinde finansal ekonomi alanında uzmanlaşmak isteyenlere yönelik olarak tasarlanmış bir programdır. Bu hedef kitlenin yanı sıra, program üniversitelerin mühendislik, matematik, ekonomi ve işletme lisans programlarından yeni mezun olan başarılı öğrencilere de açıktır. Tezsiz bir program olup, kapsamlı uygulamalara dönük finansal ekonomi kuramı

bilgilerini öğrencilere aktarmak üzere tasarlanmıştır. Programın iki temel amacı hizmet etmesi hedeflenmektedir. Bunlardan birinci öncelikli olanı, özel sektör ve kamu kesimindeki finans alanında uzmanlaşmış iş gücü ihtiyacını karşılamaya yöneliktir. Program mezunları finansal ekonomi kuramı bilgilerine tam anlamı ile sahip olmaları ve uygulamalı araştırma becerilerini üst seviyelere getirmiş olmaları nedeniyle, mezuniyet sonrası çalışma alanlarında finansal ekonomi analizlerini çok daha sağlam temellere dayanarak yapabileceklerdir. Bunun yanı sıra, finans alanındaki çalışmalarını doktora aşamasına taşımayı düşünenler için ideal bir ön hazırlık ortamı da sağlamış olacaktır.

Program bir sene içerisinde toplam dört çeyrek olarak tasarlanmıştır. Yüksek lisans derecesini almak için toplam 30 kredilik ders yükü gerekmektedir. Programın ilk çeyreğindeki iki modül Kurumsal Finans, Yatırım Yönetimi ve Finansal Ekonometri konularındaki çeyrek dersler etrafında yapılandırılmış-

tır. Bir çeyrek boyunca süren bu iki modül ile amaçlanan hedef, programa kabul edilen tüm öğrencilerin temel finansal ekonomi kuramı, temel teknik ve finansal analiz yetilerini kazanmalarını sağlamaktır. Birinci çeyrek boyunca sunulan bu üç çekirdek ders, daha sonraki çeyreklerde alınacak Kurumsal Finans Kuramı, Finansal Türevler, Risk Yönetimi, Finansal Modelleme, Portföy Kuramı, ve Finansal Piyasalar ve Kurumlar konularını içeren zorunlu veya seçmeli dersler için gerekli olan temeli oluşturmaktadır.

Programın diğer bir özelliği de derslerde öğretilen teorik/teknik materyalin direk olarak pratik hayata geçirilmesidir. Özellikle, bankaların ve yeni kurulacak olan hedge fonların Türkiye'de ve yurtdışında uyguladığı trading modelleri derslerde gerçek veri tabanları kullanılarak test edilecektir. Ayrıca, öğrenciler su an bankaların portföy ve yatırım bölümlerinin kullandığı trading modellerinin nasıl geliştirileceği konusunda da detaylı bilgi sahibi olacaklardır.

Çalışan profesyonellerin ihtiyaçlarına



Programın iki temel amaca hizmet etmesi hedeflenmekte. Bunlardan birinci öncelikli olanı, özel sektör ve kamu kesimindeki finans alanında uzmanlaşmış iş gücü ihtiyacını karşılamaya yönelik.

yönelik olarak, bütün dersler akşamları 18:30-21:30 saatleri arası olacaktır. Birinci ve dördüncü çeyreklerde haftada üç defa, ikinci ve üçüncü çeyreklerde ise haftada iki defa toplanılacaktır. Her bir ders toplam 36 saatten oluşacaktır.

Koç Üniversitesi Finans Yüksek Lisans Programı, dünya çapında yatırım uzmanlarını aynı çatı altında toplayan CFA Enstitüsü'nün program ortağı olarak kabul edilen Türkiye'deki ilk program oldu. Bu işbirliği kapsamında, Koç Üniversitesi İşletme Enstitüsü tarafından 2008 - 2009 akademik döneminde açılacak olan Finans Yüksek Lisans Programı dersleri, CFA standartlarına uygun şekilde verilecek. Bu işbirliği sayesinde Koç Üniversitesi, finans yüksek lisans mezunlarını, finans sektöründe bir adım öne taşıyacak.

Koç Üniversitesi, yeni eğitim-öğretim döneminde başlatacağı Finans Yüksek Lisans Programı için, dünya çapında sertifika veren *CFA (Chartered Financial Analysts) Institute*, Program Ortağı olarak seçildi. CFA Enstitüsü dünyada az sayıdaki seçkin kurumu program ortağı olarak kabul ediyor. Enstitünün dünyadaki ortakları arasında Oxford, London Business School,

Cornell, Georgia Tech gibi seçkin kurumlar bulunmakta.

Buna göre, Koç Finans Yüksek Lisans Programı müfredatının CFA Enstitüsü müfredatının önemli bir bölümünü kapsadığı da tescillenmiş oldu. CFA Enstitüsü'nce *Partner Program* olarak seçilen Koç Finans Yüksek Lisans Programı ile yapılan bu anlaşma ile tüm öğrenciler, CFA Enstitüsü konularına yetkin olarak mezun olacaklar.

CFA Enstitüsü ile yapılan bu anlaşmayla Koç Üniversitesi finans yüksek lisans öğrencilerine, finansal analiz, portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı ve diğer yatırım uzmanlıklarına ilişkin bütünsel bir uzmanlık yaklaşımı sunuyor. Öğrenciler CFA program ortaklığı sayesinde;

CFA Türkiye üyeleri ve ayrıca CFA küresel ağı içinde yer alan uluslararası konuşmacılarla bir araya gelme imkanı bulacaklar.

CFA Enstitüsü Hakkında
www.cfainstitute.org

CFA Programı Hakkında
<http://www.cfainstitute.org/cfaprogram/index.html>

Koç Finans Yüksek Lisans Programı Hakkında
www.gsb.ku.edu.tr

Ders Programı:

1. Çeyrek:

Bu çeyrekteki üç dersin tümü alınması zorunlu derslerdir.

- Yatırım Yönetimi
- Kurumsal Finans
- Finansal Ekonometri

2. Çeyrek:

Bu çeyrekte öğrenciler üç dersin ikisini alacaklardır.

- Portföy Yönetimi Kuramı
- Kurumsal Finans Kuramı
- Finansal Piyasalar ve Finans Kurumları Yönetimi

3. Çeyrek:

Bu çeyrekte öğrenciler üç dersin ikisini alacaklardır.

- Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri
- Makroekonomi and Finansal Piyasalara Etkisi
- Proje Değerlendirme ve Şirket Yeniden Yapılandırılması

4. Çeyrek:

Bu çeyrekteki üç dersin tümü alınması zorunlu derslerdir.

- Sabit Getirili Menkul Kıymetler ve Türevleri
- Finansal Modelleme
- Risk Yönetimi

KONFERANS AJANDASI | 2008

<p>Luxembourg, a global financial centre- Seminar Tarih : 9 Eylül 2008 Yer : İstanbul, Swissôtel</p>	<p>Funds World Turkey 2008 - Terrapinn Middle East Tarih : 15-16 Ekim 2008 Yer : İstanbul</p>
<p>Super Return Asia 2008 Tarih : 22-25 Eylül 2008 Yer : JW Marriott, Hong Kong</p>	<p>Hedge 2008 (IRC) Tarih : 22-23 Ekim 2008 Yer : Londra</p>
<p>17th Annual Investment Funds Forum Tarih : 23-24 Eylül 2008 Yer : Luxembourg Sponsor: NICSA & ALFI</p>	<p>Fund Forum Middle East 2008 Tarih : 1-4 Aralık 2008 Yer : Bahreyn</p>
<p> Efama Investment Management Forum 2008 European Fund and Asset Management Association Tarih : 24-26 Eylül 2008 Yer : Cenevre, Grand Hotel Kempinski</p>	<p>Georgia Business & Investment Summit Tarih : 16-17 Ekim 2008 Yer : Tiflis</p>
<p>The HongKong Investment Funds Association Second Annual Conference Tarih : 29 Eylül 2008 Yer : HongKong Marriott Hotel</p>	<p>Alternative Investments Europe Summit Tarih : 5-7 Kasım 2008 Yer : Montrö</p>
<p> IIFA 22th Annual Conference Tarih : 6-9 Ekim 2008 Yer : Montreal, Kanada</p>	<p> GAIM International 2008 Tarih : 11 - 13 Kasım 2008 Yer : InterContinental, Cenevre</p>
<p> Super Return Middle East Tarih: 13-15 Ekim 2008 Yer : Jumeirah Emirates Towers, Dubai</p>	<p>8th Annual Super Investor - Institutional Investor and Private Equity & Venture Capital fund manager relationships Tarih : 18 - 21 Kasım 2008 Yer : Westin Hotel, Paris</p>

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

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



IAPCO
International Association of Professional Congress Organizers

İSTANBUL
SARAYLARI
SİRKELERİ

eventia

MPI

ICCA

TÜRSAB

site

ASTA

UFTAA



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

Siyah Kuğu

(Olasılıksız Görünenin Etkisi)



Siyah Kuğu Nassim Nicholas Taleb

Varlık Yayınları, 2008
423 Sayfa

Taleb, bugünün finans piyasalarını anlatmak için "Vasatistan" ve "Aşıristan" denen iki tür "yer" olduğu şeklinde bir benzetme yapıyor.

Kısmen deneme yazarı, kısmen yatırımcı ve borsa-sacı kimliğine sahip 1960 Lübnan doğumlu olan Taleb kendini Yunan-Ortodoks kökenli Doğu Akdenizli bir "levanten" olarak tanımlıyor. Kendi hesabına döviz, türev araçlar alıp satmaktan Chicago Borsasında bir Wall Street firması hesabına işlem yapmaya ve London Business School'da "olasılık teorisinin risk yönetimi üzerine uygulanmasına" yönelik ders vermeye kadar çok yönlü bir kariyere sahip. Son on yıldır ise, yaşamını talih, belsizlik, olasılık ve bilgi konularına adanmış bir "düşünür" olarak sürdürüyor.

"Siyah Kuğu" deyimiyile olması ihtimal dışı görünen ancak vuku bulduğunda etkisi çok büyük olan ve bir kez olduktan sonra, onu daha az rastlantısal kılacak bir açıklama uydurduğumuz olaylar kastedilmektedir. Siyaset ve ekonomi tarihinde olsun, bilim ve teknoloji tarihinde olsun arkasında iz bırakan hemen hemen tüm olayların birer siyah kuğu olduğunu hatırlatan yazar, özellikle hayatını riskleri hesaplayarak kazanan insanlara çok önemli bir yeni bakış açısı sunuyor.

Yazar "siyah kuğu" benzetmesi ile bir anlamda 17. yüzyıl Avrupa felsefesine gönderme yapmaktadır. Doğal olarak, kuğuların beyaz olarak bilindiği bu dönemde "bütün kuğular beyazdır" önermesi genel kabul görmüş bir bilimsel gerçekliğin ifadesiydi ve bu durumda "siyah bir kuğu"ya rastlamanın olasılığını hesaplamak mümkün değildi. Ancak 1697 yılında Avustralya'nın keşfi sırasında "cygnus atratus" un bulun-

ması ile kuğular konusundaki bütün gerçeklik altüst oldu.

Taleb, geçen yıl Mayıs ayında "Siyah Kuğu"yu yayınladıktan sonra verdiği konferanslarda gelişmiş ve karmaşık matematik modellerin ve risk yönetimi tekniklerinin yaklaşmakta olan krizle baş etmede yetersiz kalacağı yönünde uyarıda bulunmuştu. Gündemdeki "subprime" krizi onu bir kez daha haklı çıkardı. Bugün, Taleb, yeni kitabı için 4 milyon dolar avans alırken, Nasa'dan ABD İtfaiye teşkilatına kadar çok sayıda kurum ve kişiye yılda 30 dan fazla konferans veren oldukça popüler bir düşünür. Ancak Taleb, ne yapılması gerektiğini söylemekten çok bir problemi ortaya koyduğunu belirtirken büyük bir alçakgönüllülikle kendisinin bir "guru" olmadığını ifade ediyor.

Taleb, bugünün finans piyasalarını anlatmak için "Vasatistan" ve "Aşıristan" denen iki tür "yer" olduğu şeklinde bir benzetme yapıyor. İnsanlar eskiden Vasatistan'da yaşardı, ve orada olaylar yavaş gelişir genellikle "çan eğrisinin" ortasında oluşurdu. Taleb'e göre "Vasatistan"da siyah kuğu sonuçlar üzerinde çok etki yaratmazken, "Aşıristan"da ise istisnaların çok önemli olduğunu söylüyor. Yazara göre siyah kuğuların önemi gitgide artıyor. Hatta çevremizde önem arz eden her şey siyah kuğu dinamiklerinin bir sonucu. Teknolojinin de (Bill Gates, Steve Jobs, Google vb.), finans piyasalarının da Aşıristan kökenli olduğunu söyleyen Taleb, dünyanın tahmin edilenden daha hızlı ilerlediğini söylerken, günümüzün aşırı karmaşık ve birbirine bağlı sistemleri-

Kitapta, bir çok tema bir arada ele alınmış: “kazanan hepsini alır” yaklaşımı, dünyada karşılaştığımız sayısız rastlantısallık örneği, Gaussian çan eğrisinin geçersizliğinin kanıtlandığı çok sayıda örnekleme, ölçeklenirlik düşüncesi, özellikle verinin çok hızlı hareket ettiği günümüzün modern dünyasındaki sayısız istikrarsızlıklar ve insanların geleceği tahmin etme konusundaki yetersizliğine ilişkin yanılgılar.

nin aynı zamanda zayıf bir etkinliğe ve daha yüksek riske sahip olduğunu söylüyor. Taleb'e göre en zayıf ve riskli sistem de bankacılık sistemi.

Diğer yandan Taleb'in kitabını felsefi tezleri açısından inceleyen bazı yazarlar, kendisini aydınlanmış amprisizmin güçlü bir soluğu olarak niteliyorlar. Ancak, insanın bilme ve tahmin etme konusunda zaafına bu kadar saldırgan bir tavır takınan ve David Hume'dan geliştirilmiş önermelerle “tümevarım” ilkesini eleştiren Taleb'in bilgi edinme ve tahmin konusunda daha kapsamlı bir alternatif getirmediğini de ileri sürenler çok.

Kitapta, bir çok tema bir arada ele alınmış: “kazanan hepsini alır” yaklaşımı, dünyada karşılaştığımız sayısız rastlantısallık örneği, Gaussian çan eğrisinin geçersizliğinin kanıtlandığı çok sayıda örnekleme, ölçeklenirlik düşüncesi, özellikle verinin çok hızlı hareket ettiği günümüzün modern dünyasındaki sayısız istikrarsızlıklar ve insanların geleceği tahmin etme konusundaki yetersizliğine ilişkin yanılgılar. Bu görüşlerin önemi kadar Taleb'in onları bir teori içinde dokumada gösterdiği beceri ve böylelikle bizim dünyaya bakış açımızı değiştirme yönünde gösterdiği başarı da, bu kitabın “mutlaka okunması gerekenler” arasına konulmasına hak kazandırıyor.

A Splendid Exchange: How Trade Shaped the World

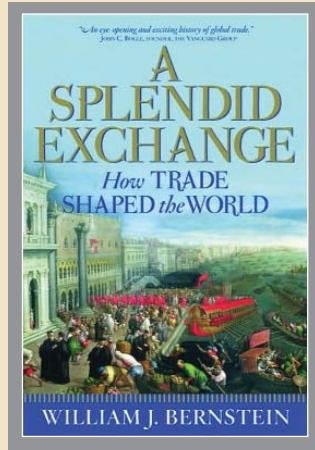
Splendid Exchange, Bernstein'in yazdığı nitelikli kitaplardan biri daha... Dünya çapında ticaretin tarih öncesinden günümüze kadar bir dizi fotoğraf karesiyle tanımlanması yer alıyor. Tarihin büyük bir bölümünde modern anlamda ülkeler yer almadığı için uluslararası ticaretin gelişimi diyebiliriz. Kitap, keşifler, denizlerin kontrolü için verilen savaşlar ve daha bir çok arka plan ile birlikte ticaretin zengin tarihini yansıtıyor.

Kitapta ikinci kaynakların geniş bir bibliyografyası da bulunuyor. Yazar tarihçi değil, bir ekonomist olduğundan, ekonomiye bakış açısı mükemmel, ancak belgeden yoksun olunan eski dönemlere ilişkin tarih haliyle oldukça spekülattir. Tarihi genellikle kazananların yazdığı veya bazen “sponsorlarının” ihtiyaçlarını karşılamak için yazıldığı düşünüldüğünde yazar ne kadar objektif olmaya çalışsa da tartışmalı bir sonuç her zaman mümkündür.

Bundan beş bin yıl önce silah ticaretinin başlangıcı ile açılan kitap, Hitit, Ege, Yunan gibi antik uygarlıkların ti-

caret üzerinden gelişimini ele alıyor. İslamiyetin yedinci yüzyıldan itibaren Ortadoğu ve Orta Asya'da hızla yayılmasının Doğu-Batı ticaretinin gelişmesine bağlayan yazar baharat ticaretini de ele alarak, baharatın günümüzün petrol ve altını kadar kritik bir önemde olduğunu vurguluyor.

Bernstein, ticaret olmadan insanlığın hiç bir yere ulaşamayacağını, “al ve sat” ile özetlenebilecek ticaretin savaşların, sömürünün ve jeopolitiğin en önemli unsuru olduğunu vurguluyor. Günümüzün en önemli tartışma konusu olan serbest ticaretin de yüzyıllar boyunca bir bilmece olarak kaldığını ifade ediyor. Yazar, “satın alma hakkı ve özgürce satmak” olarak tanımlanabilecek serbest ticaretin kaybeden yaratmadığı ve finansal sorunları hafifletmek için de iyi bir gerekçe olduğu sonucuna varıyor. Yirminci yüzyılın başına geldiğinde serbest ticaretten kaybedenlerden çok kazananlar olduğunu ve sorunlu bir dünyada en iyi politikanın serbest ticaret olduğunu savunuyor.



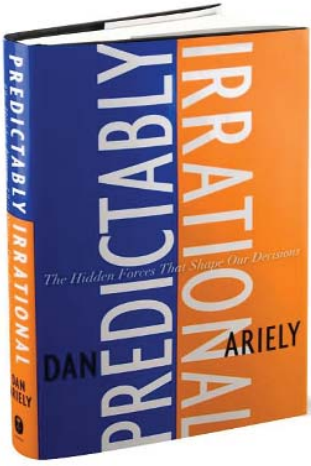
A Splendid Exchange: How Trade Shaped the World

William J. Bernstein

Atlantic Monthly Press

11 Nisan 2008, 494 Sayfa

Bernstein, ticaret olmadan insanlığın hiç bir yere ulaşamayacağını, “al ve sat” ile özetlenebilecek ticaretin savaşların, sömürünün ve jeopolitiğin en önemli unsuru olduğunu vurguluyor.



Predictably Irrational:
The Hidden Forces That
Shape Our Decisions

Dan Ariely

HarperCollins

19 Şubat 2008, 304 sayfa

Ariely'ye göre, rasyonel bir konu üzerindeki bir varsayıma dayalı olan ekonomi anlayışımız da aslına bizim sistematik, sürpriz olmayan akıldışılığımıza dayalı.

Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decisions

Günlük hayatımızda aptalca, bazen felakete yol açacak hatalı kararlar almaz mıyız? Bir fincan kahve satın almaktan diyet başlamaya, otomobil satın almakta, romantik bir eş seçmeye kadar daha iyi bir karar almaya çalışırken, sistemli örneklerimizin dışına çıkabiliriz.

Akil dışı davranışlar, insan doğasının bir bölümüdür. Ancak, 20 yıldır davranışsal ekonomi üzerine araştırmaları olan MIT profesörü Dan Ariely, insanların tahmin edilebilir bir biçimde akıl dışı davranmaya eğilimli olduklarını savunuyor. Ariely, seçimlerimizin her zaman mantık ve gerekçeye dayanmadığını, davranışlarımızın üzerindeki kontrolümüzün tahmin ettiğimizden daha az olduğunu savunuyor.

Ariely'ye göre, rasyonel bir konu üzerindeki bir varsayıma dayalı olan ekonomi anlayışımız da aslı-

na bizim sistematik, sürpriz olmayan akıldışılığımıza dayalı. Ariely, daha önceden görmezlikten gelen veya anlaşılabilen ancak ekonomik davranışlarımızı etkileyen güçlerimizin (duygular, görecelilik ve sosyal normlar) iyice çözümlenmesinin bireysel motivasyonun, tüketici tercihlerinin yanı sıra ekonomi ve eğitim politikasının da gözden geçirilmesini gerektirdiğini vurguluyor.

New York Times Book Review'da kitap hakkında yer alan bir yazıda, "şeytani ve kolay anlaşılır, devrimci bir çalışma" tanımlaması yapıyor. USA Today ise, "Ariely'nin kitabı ekonomi ve insan beyninin ilginç yönlerini kaynaştırıyor" diyor. Harvard Üniversitesi psikoloji profesörlerinden Daniel Gilbert şöyle diyor: "Akıllı deneyimler işe yarar fikirler, hoş anekdotlarla dolu. Ariely, günlük karar alma mekanizmasında delilliklere, hatalara ya da isabetliliğe yönelik akıllı ve eğlenceli bir rehber hazırlamış."

The Demise of the Dollar... And Why It's Even Better for Your Investments

Dolar, birkaç yıldır dünyanın önde gelen para birimlerine karşı değer yitiriyor ve Euro, İsviçre Frangı, Japon Yeni'ne karşı rekor seviyede gerilemiş durumda. Doların değer kaybının süreklilik arz etmesi, şimdilik o kadar belirgin olmasa da küresel ekonomiye derin bir etkisinin olacağı kesin... Bu kitap doların günümüzdeki durumunun nedenlerini tek tek inceleyerek, büyüyen ticaret açığı, Euro ve diğer uluslararası faktörler gibi yapısal 'defolarına' öncelik veriyor. Dolardeki düşüşün nedenlerini ve dünya çapında ekonomileri nasıl etkileyeceğini de irdeliyor.

Addison Wiggin, doların "artık düşüş trendini durdurdu" diye düşünlükçe aşağı doğru döngüsüne devam ettiğini vurgulayarak bunun da bir fırsat olduğunu ve düşüşten para kazanmanın çeşitli yolları olduğunu anlatıyor. Böylece okuyucuya önümüzdeki yıllarda finansal anlamda hayatta kalmak için gerekli bilgi donanımını da veriyor.

Dolar hakkında, -rezerv para özelliğini kaybedeceği, dokuz trilyon dolarlık borcun doların pırlıtsını yok edeceği gibi- fazlasıyla olumsuz senaryolar bulunsa da, kimi uzmanlar da doların kimsenin hayal edemeyeceği kadar güvenli bir para birimi olduğunu savunuyor.

Kitabın yazarı Addison Wiggin, Baltimore merkezli yatırım araştırma firması Agora Financial'in yöneticisi. Agora, ABD'de 500 binden fazla okuyucusu olan Daily Reckoning adlı saygın bir finans bülteninin yayımcısı. Daily Reckoning'in İngiltere ve Avustralya'da da okuyucuları var, günlük olarak Fransızca ve İspanyolca'ya da tercüme ediliyor.

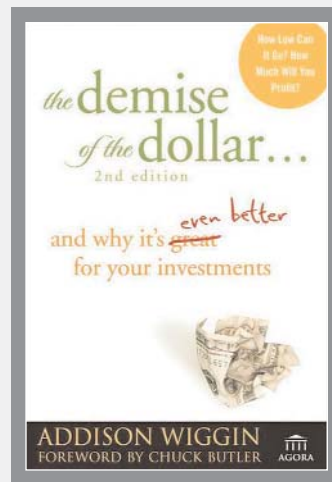
**The Demise of the Dollar...
And Why It's Even Better
for Your Investments**

Addison Wiggin

Wiley Publishing

4 Nisan 2008, 197 sayfa

Bu kitap doların günümüzdeki durumunun nedenlerini tek tek inceleyerek, büyüyen ticaret açığı, Euro ve diğer uluslararası faktörler gibi yapısal 'defolarına' öncelik veriyor.



Greenspan's Bubbles :

The Age of Ignorance at the Federal Reserve

Kitaba göre, Greenspan çok yüksek maliyetli hatalar yapmakla kalmıyor, aynıları tekrar tekrar yapıyor. Bu hataları tanıma ve kabul etme yeteneği de olmadığından bunları haklı çıkarmak için kendi tarihini yazmaya devam ediyor.

Ister borsacı olun ister yatırımcı ya da ev sahibi, emekli, CEO olun, fark etmez. Alan Greenspan'ın etkilerini önümüzdeki yıllarda fazlasıyla hissetmeye devam edeceksiniz. MSN'nin yatırım bölümü yazarı William A. Fleckenstein'a göre, Greenspan, 19 yıllık kariyeri boyunca, birçok kişinin tahmin ettiğinden de kötü bir performans gösterdi. New York Times tarafından "Bay Köpük" diye lakap takılan Greenspan, uzun yıllar süren kötü karar alma tarihi boyunca "seri köpük patlatıcı" olmaktan başka bir şey değildi. Bu kuşkusuz, Fleckenstein ve Sheehan'ın "Greenspan's Bubbles" adlı kitabının ana teması.

Greenspan'ın Açık Piyasa Komitesi Toplantılarının (FOMC) bant dökümlerini ve Kongre'deki konuşmasını deşifre eden yazarlar, bu kitap ile geride kalan 19 yılda ekonomik felaketler arasındaki bağlantıları kurarak, büyük hasar yaratan hataları gözler önüne sermeye çalışmış.

Bu 19 yılda yaşanan büyük krizler şöyle sıralanabilir:

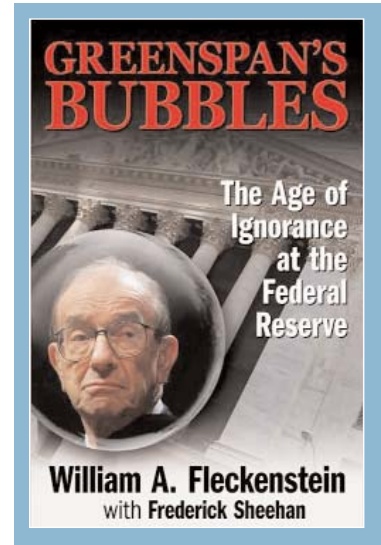
- 1987'de borsadaki büyük çöküş
- Tasarruf ve Kredi Krizi
- Long Term Capital Management'in batışı
- 2000'deki teknoloji balonu

- Endişe yaratan "2000 yılı" krizi
- 2007'deki kredi balonu ve gayrimenkul krizi

Kitaba göre, Greenspan çok yüksek maliyetli hatalar yapmakla kalmıyor, aynıları tekrar tekrar yapıyor. Bu hataları tanıma ve kabul etme yeteneği de olmadığından bunları haklı çıkarmak için kendi tarihini yazmaya devam ediyor.

Gloom, Boom & Doom adlı bülten editörü Marc Faber, "Greenspan's Bubbles" hakkında, "Bu kitabı okuduktan sonra, FED'e hiçbir saygınız kalmayacak. Muhakkak okunmalı çünkü yazarlar FED'in sorunları çözdüğü inancını yıkıyorlar. Çünkü FED bu dönemde ortalama hane halkının refahını ve sorumsuz para politikalarıyla ABD para biriminin değerini yıka uğratmıştır" diyor.

Kitabın yazarlarından William A. Fleckenstein, Seattle merkezli varlık yönetim şirketi Fleckenstein Capital'in Başkanı'dır. Fleckensteincapital.com adlı sitede "Market Rap" başlığıyla günlük yazılar yazmaktadır. Frederick Sheehan ise, Gloom, Boom & Doom, Whiskey & Gunpowder, Prudent Bear gibi web sitelerinde yazılarını sürdürmektedir.



Greenspan's Bubbles:
The Age Ignorance at the
Federal Reserve
William Fleckenstein,
Fred Sheehan

Yayınevi

16 Ocak 2008, 208 sayfa

KYD ENDEKSLERİ

KYD Fon Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	531.77	0.39	2.45	2.81	19.93
	30-Nis-08	446.23	-0.73	0.41	6.72	-16.09
	30-May-08	425.9	-0.66	-1.94	-4.56	-19.91
	30-Haz-08	404.29	-1.6	-3.61	-5.07	-23.97
B Tipi	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	904.57	0.09	0.22	0.99	12.08
	30-Nis-08	936.64	0.02	0.21	0.88	3.55
	30-May-08	945.29	0.03	0.21	0.92	4.5
	30-Haz-08	954.6	0.1	0.22	0.98	5.53

KYD YTL Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
30 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	413.21	0.12	0.28	1.27	17.43
	30-Nis-08	434.27	0.03	0.29	1.2	5.1
	30-May-08	439.99	0.05	0.31	1.32	6.48
	30-Haz-08	446.28	0.14	0.32	1.43	8
91 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	535.15	0.13	0.27	1.28	18.59
	30-Nis-08	561.46	0.02	0.24	1.13	4.92
	30-May-08	569.56	0.04	0.27	1.44	6.43
	30-Haz-08	577.43	0.11	0.28	1.38	7.9
182 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	657.91	0.13	0.26	1.46	20.6
	30-Nis-08	688.11	-0.09	0.04	1.02	4.59
	30-May-08	697.17	0.04	0.14	1.32	5.97
	30-Haz-08	707.13	0.11	0.23	1.43	7.48
365 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	611.07	0.05	0.14	1.48	23.36
	30-Nis-08	630.53	-0.24	0.06	0.72	3.18
	30-May-08	638.12	-0.06	-0.09	1.2	4.43
	30-Haz-08	640.84	0.13	-0.36	0.43	4.87
547 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	134.4	0.12	0.22	1.43	24.48
	30-Nis-08	137.01	-0.3	-0.07	0.51	1.94
	30-May-08	137.94	-0.04	-0.11	0.68	2.63
	30-Haz-08	136.8	0.13	-0.46	-0.83	1.79
TÜM	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	575.72	0.1	0.25	1.39	22.75
	30-Nis-08	591.51	-0.26	0.2	0.91	2.74
	30-May-08	595.89	0	-0.11	0.74	3.5
	30-Haz-08	596.58	0.14	-0.25	0.12	3.62

KYD FX DIBS Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	123.88	-0.85	0.13	0.31	4.82
	30-Nis-08	127.18	0.01	-0.09	0	2.66
	30-May-08	127.4	0.01	0.19	0.17	2.84
	30-Haz-08	127.44	-0.02	-0.16	0.03	2.87
USD - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	87.12	-1.31	-1.63	-0.95	-14.22
	30-Nis-08	99.3	0.59	-1.69	-1.6	13.98
	30-May-08	93.44	-0.72	-2.32	-5.9	7.25
	30-Haz-08	94.38	-0.44	-0.36	1.01	8.33
EUR	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	112.69	-2.11	-2.08	-1.96	-1.61
	30-Nis-08	114.44	0.01	0.04	0.18	1.55
	30-May-08	114.25	0.01	0.04	-0.17	1.38
	30-Haz-08	114.46	0.01	0.04	0.18	1.57
EUR - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	96.32	-2.35	-1.64	-3.25	-7.85
	30-Nis-08	114.93	0.51	-3.83	-2.93	19.32
	30-May-08	107.46	-1.14	-3.86	-6.5	11.57
	30-Haz-08	110.91	-0.11	1.56	3.21	15.15

KYD EUROBOND Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	181.1	0.02	0.15	0.54	8.81
	30-Nis-08	180.7	-0.18	-0.24	1.43	-0.22
	30-May-08	180.43	0.16	0.1	-0.15	-0.37
	30-Haz-08	171.66	0.03	-0.96	-4.86	-5.21
USD - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	127.99	-0.44	-1.6	-0.51	-10.33
	30-Nis-08	141.63	0.4	-1.84	-0.21	10.66
	30-May-08	132.81	-0.57	-2.41	-6.23	3.77
	30-Haz-08	127.61	-0.38	-1.16	-3.92	-0.3
EUR	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	147.42	0.02	-0.04	0.42	3.15
	30-Nis-08	147.62	0.01	0.24	0.3	0.14
	30-May-08	147.09	-0.03	-0.64	-0.36	-0.22
	30-Haz-08	142.67	-0.04	-0.47	-3	-3.22
EUR - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	146.33	-0.22	0.42	-0.95	-4.99
	30-Nis-08	171.73	0.51	-3.66	-2.83	17.36
	30-May-08	160.12	-1.18	-4.54	-6.76	9.42
	30-Haz-08	159.77	-0.16	1.01	-0.22	9.18

KYD O/N REPO Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	233.46	0.11	0.27	1.18	15.66
	30-Nis-08	244.63	0.04	0.3	1.18	4.78
	30-May-08	247.51	0.04	0.27	1.18	6.02
	30-Haz-08	250.52	0.12	0.28	1.22	7.31
BRÜT	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	290.96	0.13	0.3	1.35	19.18
	30-Nis-08	305.97	0.04	0.33	1.24	5.16
	30-May-08	309.76	0.04	0.28	1.24	6.46
	30-Haz-08	313.94	0.14	0.33	1.35	7.9

Kaynak: www.tkyd.org.tr

Yatırım Fonlarında İkinci Çeyrek

Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi yılın ikinci çeyreğinde nette **%-18,36**, reel olarak da **%-20,60** oranında değer kaybetmiştir. FM A Tipi Endeksi, nette **%-3,27**, reel olarak **%-5,92** oranında değer kaybetmiştir. FM B Tipi Endeksi, nette **%2,85**, reel olarak ise **%0,03** oranında değer kazanmıştır. Sonuç olarak yatırım fonları; bağlı oldukları endeksteki enstrümanların performanslarından direkt olarak etkilenmiş ve aynı yönde hareket etmişlerdir. Bir önceki çeyrekte olduğu gibi göreceli performansları yatırımcılara avantaj sağlamıştır.

	1 Nisan	1 Temmuz	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	980,34	948,32	-3,27%	-5,92%
İMKB 100	40674,17	33208,24	-18,36%	-20,60%
FM B Tipi	1336,08	1374,16	2,85%	0,03%

Fonlardaki Büyüme

Aynı Dönemde A tipi fonların portföy değerinin %4, B tipi fonların %7 azaldığını görebiliyoruz. Diğer taraftan fonlardaki yatırımcı sayısında ise portföy değerlerinin tam tersine A tipi fonlarda yatırımcı sayısı %1, B tipi fonlarda %3'lük bir artış yaşanmıştır. Dikkati çeken fon türü %5,69'luk artışla A Tipi Değişken, %2,15 artışla A Tipi Karma fonlardır. B tipi fonlarda %22'lik oranla Tahvil Bono Fonları popülerliğini arttırmış ve ayrıca kıymetli maden fonları %12'lik artışla bir önceki dönemki gibi cazibesini korumuştur. Bu dönemde bağlı oldukları enstrümanlardaki gelişmeleri yatırımcıların yakından takip ettiğini belirgin olarak görebilmekteyiz. Genel olarak pazar paylarında değişim yaşanmadığını söylemek mümkünken B tipi Tahvil Bono ve Değişken fonların pazar paylarının ufak da olsa azaldığını bu çıkışın likit fonlara kaydığını gözlemleyebiliriz.

Ayrıca fon türleri ve tiplerinin genel itibarıyla bağlı oldukları A Tipi ve B Tipi fon endekslerindeki değişimden arındığımız Fon Endekslerine Göre Değişim sütununda ise A tipi fonların %0,82, B Tipi fonların ise %10,31 oranında küçüldüğünü ve tüm piyasasında toplamda %11,14 oranında daraldığını gözlemlenmektedir.

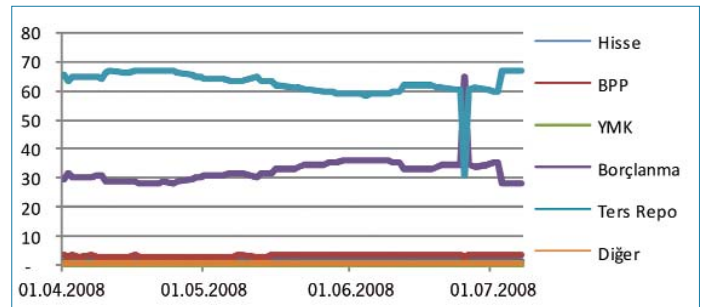
Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Fon Endekslerine göre Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
A Tipi	Değişken Fon	161,74	145,11	-10	15.919	16.826	5,69	-7,01	0,61	0,59
A Tipi	Endeks Fon	178,58	164,41	-8	12.644	11.613	-8,15	-4,66	0,67	0,67
A Tipi	Hisse Fon	64,84	59,41	-8	10.725	10.045	-6,34	-5,10	0,24	0,24
A Tipi	İştirak Fon	13,55	18,31	35	3.284	3.138	-4,44	38,35	0,05	0,07
A Tipi	Karma Fon	168,22	175,94	5	132.123	134.969	2,15	7,86	0,63	0,71
A Tipi	Sektör Fonu	4,26	3,19	-25	484	430	-11,15	-21,83	0,00	0,00
A Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fon	0,29	0,91	214	479	463	-3,34	217,33	0	0
A Tipi Toplamı		591,48	567,30	-4	175.658	177.484	1,04	-0,82	2,24	2,32
B Tipi	Değişken Fon	1.664	1.308	-21	143.921	142.074	-1,28	-24,23	6,29	5,34
B Tipi	Endeks Fon	143	137	-4	1	1	0	-6,62	0,53	0,56
B Tipi	Karma Fon	1	1	-12	489	459	-6,13	-15,03	0	0
B Tipi	Kıym. Maden Fonları	61	63	5	8.143	9.176	12,68	1,75	0,22	0,25
B Tipi	Likit Fon	21.922	20.750	-5	2.720.559	2.797.902	2,84	-8,20	82,86	84,69
B Tipi	Özel Fon	3	3	-11	9	7	-22,22	-13,90	0,01	0,01
B Tipi	Tahvil ve Bono Fonu	2.055	1.659	-19	90.011	110.510	22,77	-22,13	7,76	6,77
B Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fon	13	10	-22	4.085	4.122	0,9	-24,48	0,04	0,04
B Tipi Toplamı		25.862	23.932	-7	2.967.218	3.064.251	3,27	-10,31	97,76	97,68
Tüm Piyasa		26.454	24.499	-7%	3.142.876	3.241.735	3,15	-11,14		

* Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Nisan , 1 Temmuz dataları ile)

* KBSS Katılma Belgesi Sahibi Sayısı kısaca yatırımcı hesap sayısı

Portföylerin Varlık Dağılımları

2008 Nisan başından itibaren tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %62, Kamu Borçlanma %32 seviyelerinde seyretmektedir. 1 Temmuz 2008 tarihinde bu oranlar Kamu Borçlanma %35, Ters Repo %60, Hisse %1, BPP %3, YMK %0.04, Diğer %0.47'dir.



Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	02.07.2007	01.07.2008	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Fon Endekslerine Göre
A Tipi	649	567	-12,59%	-20,97%	2,52%
B Tipi	23.368	23.932	2,42%	-7,41%	-9,04%
Toplam	24.017	24.499	2,01%	-7,77%	

Portföy değerlerini karşılaştırmak için üstteki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimlerini enflasyondan arındırdıktan sonra buldukları endeksteği değişimlerinden de arındırıyoruz. Bir yıllık sürede Fon piyasasının; A tipi fonların küçüldüğünü B tipi fonların ise az da olsa arttığı görülmekle birlikte bu artışlar enflasyon karşısında yeterli olmamış ve yatırım fonu piyasası % 8'e yakın bir oranda küçülmüştür.

Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	02.07.2007	01.07.2008	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
A Tipi	1.112,25	948,32	-14,74%	-22,92%
B Tipi	1.220,51	1.374,16	12,59%	1,79%
İMKB	47.730,53	33.208,24	-30,43%	-37,10%

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloda A tipi endeksin hem negatif değişime hem de enflasyona yenildiğine; B tipinin ise daha başarılı bir performans sağlayarak nette pozitif olarak kazandığını görebiliyoruz. Dikkati çeken diğer bir unsur ise; A tipi ve B tipi fonların karşılaştırılabilecek endekslerinin performansını geçtiklerini net olarak görülmektedir. Kısaca özetlemek gerekirse yatırım fonları enflasyon ve işlem yaptıkları piyasaların getirilerinden göreceli olarak daha iyi bir getiri sağlamışlardır.

Tip ve Tür Bazında Büyüklükler ve Değişimler

Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Toplam Değeri Değişimi	İlk KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	KBSS% Değişimi	İlk Doluluk*	Son Doluluk	Doluluk% Değişimi
A Tipi	Değişken Fon	162	27%	1%	145	26%	1%	-10%	15.919	9%	1%	16.826	9%	1%	6%	12%	9%	-23%
A Tipi	Endeks Fon	179	30%	1%	164	29%	1%	-8%	12.644	7%	0%	11.613	7%	0%	-8%	9%	10%	11%
A Tipi	Hisse Fon	65	11%	0%	59	10%	0%	-8%	10.725	6%	0%	10.045	6%	0%	-6%	14%	11%	-17%
A Tipi	İştirak Fon	14	2%	0%	18	3%	0%	35%	3.284	2%	0%	3.138	2%	0%	-4%	11%	8%	-32%
A Tipi	Karma Fon	168	28%	1%	176	31%	1%	5%	132.123	75%	4%	134.969	76%	4%	2%	27%	27%	0%
A Tipi	Sektör Fonu	4	1%	0%	3	1%	0%	-25%	484	0%	0%	430	0%	0%	-11%	15%	12%	-19%
A Tipi	Yab. Menk. Kıym.	0	0%	0%	1	0%	0%	214%	479	0%	0%	463	0%	0%	-3%	3%	7%	121%
Tüm A Tipleri		591		2%	567		2%	-4%	175.658		6%	177.484		5%	1%	12%	12%	-5%
B Tipi	Değişken Fon	1.664	6%	6%	1.308	5%	5%	-21%	143.921	5%	5%	142.074	5%	4%	-1%	18%	10%	-44%
B Tipi	Endeks Fon	143	1%	1%	137	1%	1%	-4%	1	0%	0%	1	0%	0%	0%	0%	0%	-45%
B Tipi	Karma Fon	1	0%	0%	1	0%	0%	-12%	489	0%	0%	459	0%	0%	-6%	19%	15%	-21%
B Tipi	Kıymetli Maden	61	0%	0%	63	0%	0%	5%	8.143	0%	0%	9.176	0%	0%	13%	9%	19%	122%
B Tipi	Likit Fon	21.922	85%	83%	20.750	87%	85%	-5%	2.720.559	92%	87%	2.797.902	91%	86%	3%	30%	29%	-4%
B Tipi	Özel Fon	3	0%	0%	3	0%	0%	-11%	9	0%	0%	7	0%	0%	-22%	45%	14%	-70%
B Tipi	Tahvil ve Bono	2.055	8%	8%	1.659	7%	7%	-19%	90.011	3%	3%	110.510	4%	3%	23%	11%	12%	9%
B Tipi	Yab. Menk. Kıym.	13	0%	0%	10	0%	0%	-22%	4.085	0%	0%	4.122	0%	0%	1%	12%	10%	-15%
Tüm B Tipleri		25.862		98%	23.932		98%	-7%	2.967.218		94%	3.064.251		95%	3,27%	20%	18%	-11%
Tüm Piyasa		26.453			24.499			-7%	3.142.876			3.241.735			3%	19%	17%	-10%

* Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Nisan 1 Temmuz dataları ile)

* KBSS Katılma Belgesi Sahibi Sayısı, kısaca yatırımcı hesap sayısı

Doluluk Oranı: Doluşımdaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi

2008 yılının ikinci üç ayında fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda portföy değerleri %7 azalırken yatırımcı sayıları %3 artmıştır. A tipi fonlar tüm pazar içinde %1'lik bir değer kaybederken B tipi fonlar % 1 oran ile paylarını arttırmışlardır. A tiplerinin pazar içinde payı azalırken yatırımcı sayılarının ise % 1 civarında arttığını; B tipi fonların ise % 3,27 oranında yatırımcı sayılarının arttığını görebiliyoruz. Ayrıca tüm piyasadaki fona sahip olan yatırımcı sayı-

sının % 3 civarında arttığını gözlemleyebiliyoruz. Belirgin olarak yatırımcı sayılarında; A tipi karma fonlardaki %2, A Tipi Değişken fonlarda %6, B tiplerinde; Kıymetli Maden fonlarını alan yatırımcıların %13 ve Tahvil ve Bono fonlarında %23 arttığını görebiliyoruz. Sonuç olarak; Yatırım fonlarının genel profilinde değişiklik olmadığını sadece dönemin popüler yatırım araçları olan altın fiyatları ve yükselen faizlerden faydalanmak için bu tür fonlara ufak girişler yaşanmıştır şeklinde özetleyebiliriz.

Fon Endeksleri ve Değişimler

2008 Temmuz başı itibarıyla Fon Endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda; B Tipi Fonlara yatırım yapan yatırımcıların enflasyon karşısında avantaj sağladığını, bunda ise Likit fon ve Tahvil bono fonlarının katkısının büyük olduğunu görebiliyoruz. Diğer göze çarpan nokta ise B Tipi Tahvil Bono fonu ve Likit fonları olan yatırımcıların enflasyona karşı korunduğu gibi net olarak %10'un üzerinde reel getiri elde ettikleridir.

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

Endeks	Fon Sayısı	02.07.2007 Değeri	01.07.2008 Değeri	%Değişim	Rel artış Tüfe'ye göre
A Tipi Fonlar Endeksi	50	1.112,25	948,32	-14,74	-13,42
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1.220,51	1.374,16	12,59	11,29
Likit Fon Endeksi	15	1.215,33	1.366,84	12,47	11,18
Endeks Fon Endeksi	10	412,48	306,41	-25,72	-23,35
Hisse Fon Endeksi	10	874,53	709,79	-18,84	-17,13
Karma Fon Endeksi	15	1.292,59	1.246,04	-3,60	-3,35
İştirak Fon Endeksi	2	1.285,05	871,03	-32,22	-29,22
Sektör Fonu Endeksi	2	1.135,00	764,35	-32,66	-29,62
Yabancı Men. K. Fon Endeksi	4	304,18	293,33	-3,57	-3,32
Değişken Fon Endeksi	25	1.217,21	1.364,74	12,12	10,86
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1.254,15	1.421,78	13,37	11,99
Özel Fon Endeksi	1	1.101,50	931,36	-15,45	-14,06
FM 30 Endeksi	30	1.120,04	1.252,10	11,79	10,56
FM 50 Endeksi	50	1.099,50	1.228,46	11,73	10,51

FON MARKET

www.fonmarket.com

Yatırım ve Emeklilik Fonları Hakkında Bilmek İsteddiğiniz Her şey

Portföy Yöneticileri*, Kurum Çalışanları* ve Yatırımcıların ihtiyaçlarına göre ayrı ayrı hazırlanmış analizler

Site üyeliği ücretsizdir

* Lütfen kurum e-mailinizle üye olunuz

Emeklilik Fonlarında İkinci Çeyrek

Değer Artışları

Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Değer Artışı	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Büyüme Amaçlı Fonlar	378	390	3%	537.154	558.910	4%	-1%	7,87	7,56
Diğer Fonlar	827	859	4%	869.737	894.558	3%	1%	17,21	16,66
Gelir Amaçlı Fonlar	2.978	3.15	6%	2.046.785	2.137.398	4%	1%	62,03	61,13
İhtisaslaşmış Fonlar	29	28	-4%	35.634	36.191	2%	-5%	0,6	0,54
Para Piyasası Fonları	589	727	23%	1.089.421	1.157.140	6%	17%	12,26	14,09
Tüm Piyasa	4.801	5.155	7%	4.578.731	4.784.197	4%	3%		

* Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Nisan 1 Temmuz dataları ile)

* KBSS Katılma Belgesi Sahibi Sayısı kısaca yatırımcı hesap sayısı. Kaç bireyin emeklilik planı olduğunu göstermez

Emeklilik fonlarının 2008 yılı ikinci üç aylık süresinde portföy değerlerinin % 7 artısının yanı sıra yatırımcı sayılarının da % 4 oranda arttığını görebiliyoruz. Değer artışını hesapladığımızda ise; yönetilen büyüklükteki artışın sisteme katılan yeni yatırımcılar sayesinde gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Sonuçta emeklilik fon pazarının büyümesi %3 civarında gerçekleşmiştir. Diğer bir konu ise bu dö-

nemde yatırımcıların tercihlerinin değişip değişmediği; Büyüme amaçlı fonlar ve ihtisaslaşmış fonlar ufak düşüşle pazardaki paylarını korumuşlardır. Aslında pazarda plan sahiplerinin fon bileşenlerinde değişiklik yaptıklarını söylemek oldukça zor olmakla birlikte Para piyasası fonlarını tercih eden yatırımcılar bu dönemde toplam içindeki paylarını artırmış görünmektedirler.

Fonlarda Büyüme ve Enflasyon

Fon Türleri	02.07.2007	01.07.2008	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	313	390	25%	13%
Diğer Fonlar	645	859	33%	20%
Gelir Amaçlı Fonlar	2.221	3.151	42%	28%
İhtisaslaşmış Fonlar	30	28	-5%	-14%
Para Piyasası Fonları	429	727	69%	53%
Toplam	3.638	5.155	42%	28%

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz.

Bir yıllık sürede fon piyasasının; ihtisaslaşmış fonların negatif getirisine rağmen tüm piyasanın %42'lik artışından enflasyonu düşünce yinede net olarak %28 büyüdüğünü söyleyebiliriz. Büyümenin yeni katılımcılar sayesinde arttığını yukarıdaki tabloda özetlemekle birlikte ihtisaslaşmış fonlar haricindeki fon türlerinin mutlak olarak enflasyon karşısında da yenilmediğini görebiliyoruz.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2008'in ikinci üç aylık dönemindeki tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %68, Repo %16, Hisse %9 seviyelerinde seyretmektedir. 1 Temmuz 2008 tarihinde bu oranlar Kamu Borçlanma %67, Ters Repo %18, Hisse % 8.82, BPP %0.21, YMK %0.52, Diğer % 6'dır.

