

## Değerli okurlar,

Sermaye yönetimini aktif olarak yapan kurumlar olarak tanımlayabileceğimiz kurumsal yatırımcıların nasıl büyütülebileceği, sayısının nasıl artırılabilirliği konusunda TSPB Türkiye Sermaye Piyasaları Kongresi kapsamında düzenlenen bir panelde, konuşmacılarla birlikte görüşlerimizi kamuoyuna ifade etme fırsatı bulduk. İsteğimiz; kıt kaynakları daha etkin ve daha az maliyetle ihtiyaç sahiplerine ulaştırmak, piyasalarda daha fazla derinlik olması, volatilitenin azalması, vadenin uzaması ve likidite konusunun daha az gündem işgal etmesi. Bu tip bir piyasa yapısına geçiş yapmanın ön şartının sağlam bir kurumsal yatırımcı tabanının oluşması olduğunu düşünüyoruz.

Bazı ürünlerin gelişmesinde de kurumsal yatırımcılar önemli rol oynuyor. Özel sektör borçlanma araçları piyasasında portföy yönetim şirketleri sayesinde son birkaç yılda çok ciddi gelişmeler oldu. Girişim sermayesi, altyapı, gayrimenkul ve faizsiz finans ürünleri daha çok kurumsal yatırımcıların desteğiyle hayat buluyor.

Dergimizin içeriğinde sektörümüzün en sıcak gündemi olan bireysel emeklilik ve otomatik katılım sistemi yanı sıra fon yönetimi bölümümüzde değişik stratejili girişim sermayesi fonlarına yer verdik.

Her yeni yıl ilk sayısında olduğu gibi 10 değerli ekonomistin dergimiz için kaleme aldığı beklenti ve tahminlerinin yanı sıra Portföy Yönetim Şirketleri Çalışan Profili Anketi 2018 sonuçları da dergimizde yer alıyor.

Sektör Analizi sayfamızda Altın konusunda bir analiz, Mevzuat bölümünde gayrimenkul yatırım fonları tebliğ değişikliğine ilişkin bilgilendirme, Fintech sayfasında yeni teknolojilerin finans sektöründe kullanımının geldiği nokta içeriğimizde yer alan diğer bazı başlıkları oluşturuyor.

Yatırım Danışmanlığı konusunu tüm yönleriyle inceleyen bir makaleyi yine sayfalarımızda bulacaksınız. Risk Yönetimi bölümünde gayrimenkul yatırım fonlarında risk yönetimi konusu işleniyor. Yatırım Trendleri sayfamızda bu kez Sürdürülebilir Fonlar konu edildi.

Davranışsal Finans başlığı altında yeni çıkan bir kitap özeti yazarının kaleminden yer alırken, gayrimenkul yatırım fonları mevzuatına ilişkin yine bir sektör uzmanının yeni kitap tanıtımına da yer verdik. Eğitim sayfamızda Finansal Planlama konulu makale serisi devam ediyor. Sanat sayfamızda bu kez Yapı Kredi Kültür Sanat konuğumuz oldu.

Yeni yılda sağlık ve başarılar diliyorum.

Saygılarımla,

**M. Selim Yazıcı**  
**TKYD Başkanı**



“ Özel sektör borçlanma araçları piyasasında portföy yönetim şirketleri sayesinde son birkaç yılda çok ciddi gelişmeler oldu. Girişim sermayesi, altyapı, gayrimenkul ve faizsiz finans ürünleri daha çok kurumsal yatırımcıların desteğiyle hayat buluyor. ”

# içindekiler



- 4 SEKTÖRDEN HABERLER**
- 6 TKYD ANKET FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 1. Çeyrek/2019**
- 8 2019'da TÜRKİYE EKONOMİSİ**  
10 EKONOMİSTTEN 2019 YILI İÇİN TÜRKİYE TAHMİNİ
- 12 PYŞ ÇALIŞAN ANKETİ**  
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞAN PROFİLİ ANKETİ 2018
- 14 TKYD'DEN**
- 16 OKS** Tasarruf için çözüm BES ve OKS'de  
Taylan Türkölmez / Genel Müdür / Allianz Yaşam ve Emeklilik ve Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.
- 18 BES**  
Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sistemi ve Risk Odaklı Yaşam Döngüsü Fonları  
Sayat Baronyan / Çoklu Varlık Fon Yöneticisi / HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.  
24 BES ve OKS'de Pazar Payını Artırmak İsteyen Portföy Yönetim Şirketlerine Yol Haritası  
Engin Kurun / Doç. Dr., Piri Reis Üniversitesi
- 30 FON YÖNETİMİ**  
Girişim Sermayesi Ürünleri Kurumsal Yatırımcıların Desteğiyle Hayat Buluyor  
30 Gedik Portföy Boğaziçi Ventures Girişim Sermayesi Fonu ile Start-up Ekosistemine Önemli Katkı  
Halim Çun / Genel Müdür / Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.  
32 Mükafat Portföy'den üç yeni Alternatif Yatırım Fonu  
Kağan Candan / Genel Müdür / Mükafat Portföy Yönetimi A.Ş.  
33 Re-pie'dan Teknoloji Perakende Şirketi Getir'e Yatırım Yapan Girişim Sermayesi Fonu  
Re-pie Portföy Getir Girişim Sermayesi Yatırım Fonu  
Hasan Bayhan / Genel Müdür / Re-pie Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.
- 34 SEKTÖR ANALİZİ**  
Ons Altın Yükselirken Brexit'e Dikkat!  
Işık Ökte / Stratejist / TEB Yatırım
- 36 ALTERNATİF YATIRIM FONLARI**  
ALTERNATİF YATIRIM FONLARI BÜLTENİ Aralık 2018  
Re-pie Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.
- 40 TÜRKİYE YATIRIM FONLARI PİYASASI**  
YATIRIM FONLARI PAZARINDA 2018 YILI GÖRÜNÜMÜ  
Ceren Anđılı / Bölüm Müdürü, Pazarlama ve Stratejik Planlama / Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.
- 44 MEVZUAT**  
Gayrimenkul Yatırım Fonları Tebliği'ndeki Son Değişiklikler  
Av. Ceren Güllal Karakuş / Ortak, DP HUKUK & DANIŞMANLIK



## OCAK - ŞUBAT - MART 2019

### 46 PORTFÖY YÖNETİCİSİ GÖZÜYLE

FED ve Büyüme rakamları ışığında Portföy Yönetimi

Erkan ÖĞEÇ / Yönetmen / Özel Fonlar ve Portföy Yönetimi / Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.

### 48 YATIRIM DANIŞMANLIĞI

Yatırım Danışmanlığı'nda Mevcut Durum ve Yeni Yönelimler

Dr. Berra Doğaner / Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. ve Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.  
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi

### 52 RİSK YÖNETİMİ

Gayrimenkul Yatırım Fonlarında Risk Yönetim Sistemi

Gökçen Yumurtacı / Risk Yöneticisi / Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

### 55 KONFERANS AJANDASI

### 56 YATIRIM TRENDLERİ

Sürdürülebilir Fonlar

M. Sinan Veziroğlu / Sabit Getirili Portföy Yönetimi Portföy Yöneticisi / İş Portföy Yönetimi A.Ş.

### 59 KİTAP

Kitap: Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Muhasebe Uygulamaları

Berna Sema Yiğit Sevidi / Birim Yöneticisi / Fon Operasyon / QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

### 60 FINTECH

Dijital Dönüşüm ve Türkiye Sermaye Piyasaları

Aykut Sarıbayrak Yöneticisi Ortak VeriZeka

### 62 DAVRANIŞSAL FİNANS

Zihin Kontrolü\* Ateşan Aybars

### 64 SANAT

Yapı Kredi Kültür Sanat "Yarım Asırlık Sanat Mabedi"

Veysel Uğurlu / Genel Müdür Yardımcısı / Yapı Kredi Kültür Sanat

### 66 EĞİTİM Finansal Planlama Gerçek Hayatta Nasıl Uygulanır? - 3

Alparslan Budak / Bilimler Derneği Yönetim Kurulu Üyesi

### 68 FON DÜNYASI Derleyen: Halim Çun / Genel Müdür, Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.

### 72 YATIRIMCI KİTAPLIĞI Derleyen: Levent Gürses

### EFAMA

74 Avrupa Yatırım Fonları Sektörü 2018 3. Çeyrek Dönem Görünümü

76 Dünya Yatırım Fonları Varlıkları ve Satış Verileri 3.Çeyrek/2018

### 78 TÜRKİYE SEKTÖR VERİLERİ

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

#### Sorumlu Müdür

Dr. Cüneyt Demirkaya

#### Editör

Güzin Övünç

guzinovunc@tkyd.org.tr

#### Yayın Kurulu

Halim Çun

Aytaç Aydoğan, CFA

Didem Çankaya Ural

Erkan Öğec

Murat İnce

Pınar Uğuroğlu

Selçuk Seren

Senem Ataman

#### Danışma Kurulu

M. Selim Yazıcı

Alim Telci

Avşar Sungurlu

Bengi Subaşı Gerçek

Egemen Erden

Emir Alpay

Emrah Yücel

Fatih Arabacıoğlu

Mahmut Kaya

Mehmet Ali Ersarı

Namık Aksel

Osman Gökten

Tevfik Eraslan

#### Reklam Müdürü

Selin Sözer Kayar

selinkayar@kyd.com.tr

#### Yayın Türü

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

#### Yönetim Adresi

**KYD Bilgi Yönetimi ve İletişim A.Ş.**

İş Kuleleri Kule:2 Kat:8, 34330 4.Levent - İstanbul - Türkiye

Tel: +90 212 279 03 99 Fax: +90 212 279 07 44

www.kyd.com.tr

#### İTALİK Ajans Yayıncılık Reklam ve Matbaa

**Grafik Tasarım ve Baskıya hazırık**

Derya Bozkurt

Tel: 0212 321 2171

www.italikajans.com

#### Baskı

Şekil Ofset A.Ş.

Tel: 0212 565 77 01

TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi, TKYD tarafından yatırımcıları 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 ticarî amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi sorumlu değildir. Dergide yer alan yazılar izin alınmadan ve kaynak gösterilmeden hiçbir şekilde kullanılamaz.



## FON KURULUŞLARI, PYS FAALİYET İZİNİ, SERMAYE ARTIŞI\*

**1. Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.** İkinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi ve fon katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

**2.** Aşağıda unvanlarına yer verilen fonların katılma paylarının ihracına ilişkin izahnamelerin onaylanması talepleri olumlu karşılandı.

Fonun Ünvanı
ICBC Turkey Portföy Serbest (Döviz) Fon
Ak Portföy ÖSBA Yatırım Yapan %120 Anapara Koruma Amaçlı Yirmibeşinci Fon
Ak Portföy ÖSBA Yatırım Yapan %120 Anapara Koruma Amaçlı Yirmialtıncı Fon
Ak Portföy AGI Değişken Fon
Maqasid PYS Birinci Katılım Serbest (Döviz) Fon
OYAK Portföy Üçüncü Serbest Fon
KT Portföy Kızılay'a Destek Altın Katılım Fonu
Azımut Portföy Çınar Serbest Özel Fon
Azımut Portföy Çınar Serbest (Döviz) Özel Fon
Maqasid Portföy Katılım Hisse Senedi Serbest Fon (Hisse Senedi Yoğun Fon)
Ak Portföy ÖPY Üçüncü Serbest Özel Fon
İstanbul Portföy Beşinci Serbest Fon

**3.** Aşağıda unvanlarına yer verilen şemsiye fonların kuruluşuna izin verildi.

Fonun Ünvanı
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş. Serbest Şemsiye Fon
Investrade Portföy Yönetimi A.Ş. Katılım Şemsiye Fonu

**4. Alkhair Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin faaliyetlerinin kendi talebi üzerine bir yıl süreyle geçici olarak durdurulmasına karar verilmiştir.

**5. Bizim Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin, 15.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 5.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 7.250.000 TL'ye artırılmasına izin verilmesi talebi olumlu karşılanmıştır.

**6. Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin, 10.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 2.349.442,78 TL olan çıkarılmış sermayesinin 5.000.000 TL'ye artırılmasına izin verilmesi talebi olumlu karşılanmıştır.

**7. Omurga Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.** Şirket Ortağım Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.

**8. Maxis Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.** Yenilikçi Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.

**9. Azımut Portföy Yönetimi A.Ş.** Sinema TV Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.

**10. Mükafat Portföy Yönetimi A.Ş.** Yaprak Yenilenebilir Enerji Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi ve katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.

**11. 24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin (Şirket) 5.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 3.750.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 4.000.000 TL'ye artırılmasına ilişkin verilen Kurulumuz izni, Şirket'in talebi üzerine iptal edilmiştir.

**12. Global MD Portföy Yönetimi A.Ş.** Venture Chemical Tankers Girişim Sermayesi Yatırım Fonu ve Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Turk Holding Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun

kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.

### 13. RE-PIE Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.

Asya Stratejik Gayrimenkul Yatırım Fonu, RE-PIE Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Neva Gayrimenkul Yatırım Fonu ve RE-PIE Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Agristock Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi ve katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması talebi olumlu karşılandı.

**14. İş Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin kurucusu olduğu İş Portföy BIST 30 Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu'nun (Fon) tasfiye edilmesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

**15.** Aşağıda unvanına yer verilen fonun kuruculuğunun devri suretiyle birleşme işlemine izin verilmesi ve izahname tadil metinlerinin onaylanması talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

Devreden Kurucunun ünvanı	Devre ve Birleşmeye Konu Fonun Ünvanı
Şeker Portföy Yönetimi A.Ş.	Şeker Portföy Altın Fonu
Devralan Kurucunun Ünvanı	Bünyesinde Birleşilecek Fonun Ünvanı
Fiba Portföy Yönetimi A.Ş.	Fiba Portföy Altın Fonu

**16. Albaraka Portföy Yönetimi A.Ş.** Fintech Girişim Sermayesi Yatırım Fonu ve Albaraka Portföy Yönetimi A.Ş. Enerji Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşlarına izin verilmesi ve katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgelerinin onaylanması talepleri olumlu karşılandı.

**17. Halk Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin (Halk PYS) ortaklık yapısındaki değişikliğe izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiş olup, Halk PYS'nin pay devri öncesi ve pay devri sonrası ortaklık yapıları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Adı Soyadı/Unvanı	Pay Devri Öncesi Ortaklık Yapısı		Pay Devri Sonrası Ortaklık Yapısı	
	Pay Tutarı	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı	Pay Oranı (%)
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	19.499.994,80	75,00	-	-
Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	6.500.000	25,00	-	-
Halk Finansal Kiralama A.Ş.	5,20	0,00	-	-
Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.	-	-	26.000.000	100,00
Toplam	26.000.000,00	100,00	26.000.000	100,00

**18. Vakıf Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin (Vakıf PYS) ortaklık yapısındaki değişikliğe izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiş olup, ve Vakıf PYS'nin pay devri öncesi ve pay devri sonrası ortaklık yapıları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Adı Soyadı/Unvanı	Pay Devri Öncesi Ortaklık Yapısı		Pay Devri Sonrası Ortaklık Yapısı	
	Pay Tutarı	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı	Pay Oranı (%)
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	24.000.000	100,00	-	-
Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.	-	-	24.000.000	100,00
Toplam	24.000.000	100,00	24.000.000	100,00

**19. İş Portföy Yönetimi A.Ş.** Quasar İstanbul Konut Katılım Gayrimenkul Yatırım Fonu, İş Portföy Yönetimi A.Ş. Quasar İstanbul Konut Gayrimenkul Yatırım Fonu ve İş Portföy Yönetimi A.Ş. Quasar İstanbul Ticari Gayrimenkul Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi ve katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgelerinin onaylanması taleplerinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

**20. Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.** tarafından Halk Portföy Yönetimi A.Ş. ve Vakıf Portföy Yönetimi A.Ş.'nin aktif ve pasiflerinin bir bütün halinde tasfiyesiz infisah yoluyla devralınması suretiyle 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 155'inci ve 156'nı maddeleri uyarınca kolaylaştırılmış usulde birleşmesine izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

## KURUMLARDAN HABERLER

### Yapı Kredi Portföy Tomurcuk Vakfı gösterisine ev sahipliği yaptı

Yapı Kredi Portföy Yönetimi, 22 Kasım 2018 tarihinde Yapı Kredi Gönüllüleri çatısı altında Tomurcuk Vakfı zihinsel engelli öğrencilerinin dans ve perküsyon gösterisine ev sahipliği yaptı. Yapı Kredi Genel Müdürlük Plaza D Blok Konferans Salonu'nda düzenlenen ve yoğun ilgi gören gösterinin açılış konuşmasını Yapı Kredi Portföy Genel Müdürü Emir Alpay gerçekleştirdi. Alpay, sosyal sorumluluk adına gerçekleştirilen maddi manevi katkıların öneminden bah-

sederken, "Tomurcuk Vakfı öğrencileri bugün burada hepimizin kalplerine dokunuyor. Özenle hazırladıkları dans ve perküsyon gösterileriyle aramızdaki farkın sandığımız kadar büyük olmadığını, aslında en büyük farkın algımızda olduğunu bize bir kez daha hissettiriyorlar" dedi. Yapı Kredi Portföy Yönetimi çalışanları coşku ve keyifle geçen gösteri ardından da öğrencilerle düzenledikleri yemekte bir araya geldiler.





# FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ

## 1. Çeyrek/2019

### Yeni yıl ilk çeyreğinde altında yükseliş bekleniyor

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi” sonuçlarına göre, yeni yılın ilk çeyreğinde altın fiyatlarında yukarı yönde hareket bekleniyor.

Fon yöneticileri ilk çeyrek için en fazla kıymetli madenler fonlarını tavsiye ediyorlar. Piyasaların yönünün belirlenmesinde en önemli faktör ise ABD Merkez Bankası'nın para politikasına yönelik kararları olacak.

İlk çeyrekte enflasyonun yanı sıra büyüme verileri en yakından izlenecek ekonomik göstere. Borsada ise bankacılık hisseleri favori olarak görülüyor.

Fon Yöneticileri 2019 1. Çeyrek Dönem Beklenti Anketi, çoğunluğunu Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin oluşturduğu 18 kurum temsilcisinin katılımıyla 20-28 Aralık 2018 tarihleri arasında düzenlendi.

Yeni yıla da ABD Merkez Bankası faiz kararları damgasını vuracak	
Piyasalarda belirleyici olacak etken	%
FED para politikası kararları	61
İç siyasi gelişmeler	11
Avrupa'da ekonomik ve siyasi gelişmeler	--
Dış siyasi gelişmeler ve Orta Doğu	--
TCMB para politikası kararları	22
Çin ve Uzakdoğu ekonomik verileri	--
Ticaret savaşları	6
Diğer	--

Yılın ilk Fon Yöneticileri Beklenti Anketi'ne göre, ilk çeyrek dönemde piyasalarda en önemli yön belirleyici unsur olarak ABD Merkez Bankası'nın (FED) para politikasına ilişkin kararlar öne çıktı. Anket katılımcılarının %61'i bu yönde beklentisini belirtti.

Yatırım araçları tercihleri karışık	
Yatırım aracı hangisi olur?	%
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	27
Hisse senedi	17
Altın	22
Özel sektör tahvili	--
Euro/Dolar	--
Emtia	6
Uzun vadeli tahvil	11
Eurobond	17
Diğer	--

İlk çeyrek için belirgin bir yatırım aracının öne çıkmadığı gözlenen anket sonuçlarına göre, katılımcıların %27'si kısa vadeli hazine bonosu/repo ve %22'si altın olarak tercihini belirtti. 2018'in favori yatırım aracı hisse senedinin ise az sayıda katılımcı tarafından işaretlendiği dikkat çekti.



### Enflasyon ve büyüme verileri yakından izlenecek

En çok hangi ekonomik gösterge takip edilecek?	%
Enflasyon	67
Büyüme	56
Cari açık	17
Döviz kuru	39
Bütçe açığı	17
Petrol fiyatları	17
Diğer	--

Fon Yöneticileri yatırım kararlarını alırken yılın ilk çeyreğinde en fazla enflasyon ve büyüme verilerini takip edecek. Anketin bu sorusunda katılımcılara yine iki seçenek işaretleme hakkı tanındı. Katılımcıların yarısından fazlası tarafından en önemli göstergeler enflasyon ve büyüme olarak ortaya konuldu. Onların en yakın takipçisi ise döviz kuru oldu.

### Yeni yılda gözler gelişmekte olan piyasalarda

Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?	%
ABD	39
Avrupa	6
Gelişmekte olan piyasalar	55

Anket katılımcılarının yarısından fazlası küresel hisse senedi piyasalarında ilk çeyrekte gelişmekte olan piyasalardan iyi performans beklediğini belirtti. Son iki çeyreğin favorisi ABD ise bu kez gelişmekte olan piyasaların gerisinde kaldı.

## YATIRIM ARAÇLARI 2019 TAHMİNLERİ

### Gösterge bono faizi (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	20	22	16
Yılsonu	18	21	15

### Haftalık Repo Faizi (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	24	24	20
Yılsonu	20	24	15

### BIST 100 endeksi

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	95,000	104,000	85,000
Yılsonu	110,000	180,000	94,000

### ABD Doları/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	5,5	6	4,85
Yılsonu	6	6,5	4,75

### Euro/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	6,12	7	5,55
Yılsonu	6,93	7,5	5,75

### Döviz Sepeti

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek	5,81	6,5	5,2
Yılsonu	6,47	7	5,25

### 12 AYLIK ENFLASYON BEKLENTİSİ

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
12 aylık enflasyon (%)	16,9	23	15

### İlk çeyrekte Kıymetli Madenler fonları tercih edilecek

### Altında yükseliş bekleniyor

Yön	Altın	Brent Petrol
YUKARI	%72	%33
AŞAĞI	%6	%17
YATAY	%22	%50

Yeni yılın ilk çeyreğinde altında yukarı hareket bekleniyor. Anket katılımcılarının yüzde 72'si yukarı yön beklentisini ifade ederken, az sayıda katılımcı da yatay seyir beklediğini belirtti. Petrolde ise katılımcıların yarısı yatay seyir beklentisinde olduklarını belirttiler. Yukarı yönde hareket bekleyenlerin oranı yüzde 33 oldu. Her iki emtia için de düşüş bekleyenler oldukça azınlıkta kaldı.

Fon Türü	%
Borçlanma Araçları	44
Hisse Senedi	28
Kıymetli Madenler	61
Fon Sepeti	22
Para Piyasası	28
Katılım	--
Değişken	28
Serbest	28
Eurobond	39
Yabancı Menkul Kıymetler	17
Diğer	--

Fon yöneticilerinin yatırım fonu türü tavsiyelerinde ilk çeyrek için Kıymetli Madenler Fonları yoğun bir tercihle ilk sırada yer aldı. Bu kategoriyi

Borçlanma Araçları ve Eurobond Fonlar takip etti.

Anket katılımcılarının - üç fon türüne yer verdikleri- tavsiye listesinde %61 ile en fazla Kıymetli Madenler fonları yer aldı. Ardından gelen Borçlanma Araçları %44 ve Eurobond Fonlar %39 oranında katılımcının listesinde yer buldu.

### Borsada ilk çeyrekte bankacılık hisselerine yönelik sürüyor

Son çeyrekte olduğu gibi yeni yılın ilk çeyreği için de fon yöneticilerinin borsada sektör tercihlerinin başında bankacılık hisseleri geldi. Bankaları sırasıyla havayolları, gıda/perakende ve telekom hisseleri izledi.

## 10 EKONOMİSTTEN 2019 YILI İÇİN TÜRKİYE TAHMİNİ

*Ekonomistlere göre, 2019 yılında küresel çapta gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası kararları ve ticaret savaşlarının gelişmekte olan piyasalara sermaye akımlarına yaratacağı etki, ülke çapında ise özellikle enflasyonla mücadelede elde edilecek kazanımlar ve maliye politikasının belirleyici olması bekleniyor.*



**Olcay Karabina**  
Ak Portföy

“2019 yılına baktığımızda ise öncü verilerin küresel büyüme beklentilerine yönelik kaygıları artırmakta olduğunu görüyoruz. Korumacı ticaret politikalarına ve merkez bankaları politikalarına yönelik belirsizlikler de finansal piyasalardaki dalgalanmaları artırmaktadır.”

2018 yılına küresel ticarete yönelik korumacı politikalar, dünyanın geri kalanından pozitif ayrılan Amerikan ekonomisi ve buna paralel olarak faiz artırımlarına devam eden Amerikan Merkez Bankası damgasını vurdu. Bu gelişmeler ışığında sıkılaşan finansal koşullar, makro ekonomik kırılganlıkları görece daha fazla olanlar başta olmak üzere, gelişen ülke finansal piyasalarını olumsuz yönde etkiledi.

2019 yılına baktığımızda ise öncü verilerin küresel büyüme beklentilerine yönelik kaygıları artırmakta olduğunu görüyoruz. Korumacı ticaret politikalarına ve merkez bankaları politikalarına yönelik belirsizlikler de finansal piyasalardaki dalgalanmaları artırmaktadır. Önümüzdeki dönemde bu konular hakkında ortaya çıkabilecek olumlu haber akışları, kötü bir yılı geride bırakan gelişen ülkelerin olumlu bir performans göstermesini sağlayabilecekken, büyümeye yönelik kaygıların derinleşmesi sert piyasa hareketlerine neden olabilecektir.

2019 tahminleri	Büyüme%	\$/TL Yılsonu	\$/TL Yıl İçi En Düşük	\$/TL Yıl İçi En Yüksek	€/\$/Yılsonu	€/\$/Yıl İçi En Düşük	€/\$/Yıl İçi En Yüksek	TÜFE	CARI AÇIK MLYRS
Olcay Karabina/ Ak Portföy*	1.5	6.35			1.16			16.7	21
Umut Çalım/ Albaraka Portföy	2.2	5,80	4,80	6,30	1,155	1,135	1,24	14	28
Ahmet Levent Alkan/ Deniz Portföy	0	6.5	4.49	8.14	1.15	1.1	1.2	16	30
Nihan Ziya Erdem/ Garanti Yatırım	1	6.1			1.2			16	16.4
Erol Gürçan/ Gedik Yatırım	2.1	6.10	4.70	6.80	1.12	1.07	1.17	16.6	18
Serap Kaya/ Halk Portföy	2.1	5.95	4.5	6.15				16.5	27
İbrahim Aksoy/ HSBC Portföy	-0.9	6.75						16.5	9
Nilüfer Sezgin/ İş Portföy	1.5	6.35			1.18			15	23.3
Bilge Yüksel/ QNB Finans Portföy	1	6.75	5.5	7	1.15	1.13	1.17	14.5	32
Pınar Uğuroğlu/ TEB Portföy	2	6	5,40	6	1,20	1,10	1,27	14.7	26.6

\*Akbank Ekonomik Araştırmalar





**Umut Çalım**  
Albaraka Portföy

“2019 yılı ilk çeyrek yerel seçimlerin de etkisiyle hızlı ve çalkantılı geçebilir ancak 2019 yılında genel olarak ekonomik aktivitenin geçmiş trendin altında bir seyrinde gideceği açık.”

Yurt içinde ekonomik büyümedeki yavaşlamanın belirginleşmesinin ardından, yapısal reformlarla ilgili atılacak adımlar 2019 için ekonomiye ilişkin yol haritasında önemli rol oynayacak. Amerikan Merkez Bankası'nın son açıklamalarının ardından Amerikan Doları'ndaki hızlı değer artışı sekteye uğramış gözükse de, 2018 yılının getirmiş olduğu tedirginlik Türk Lirası üzerinde çalkantılı seyrin beklentilerinin gerilemesine mani oldu. Amerikan Doları'ndaki genel trendde yatay bir seyre geçiş söz konusu olacağına bile, yurt içinde Türk Lirası hareketleri 2019 için de en önemli endikatörlerden biri olarak izlenecek. Söz konusu durumda enflasyon, Merkez Bankası kararları ve yapısal reformlar denklemin en önemli değişkenleri olarak gözükmekte. 2019 yılı ilk çeyrek yerel seçimlerin de etkisiyle hızlı ve çalkantılı geçebilir ancak 2019 yılında genel olarak ekonomik aktivitenin geçmiş trendin altında bir seyrinde gideceği açık. Uzun zamandır tam yol giden bir arabanın pistte yavaşlayıp bir gözden geçirilmesine benzer bir süreç yaşanması söz konusu olursa, kendini daha iyi pozisyonladıktan sonra ileriye doğru daha sağlam yürüyen bir ekonomiye vesile olabilir. Sıkışık durumların yol açacağı fırsatlar, 2020'li yılların çok daha iyi geçmesine katkı sağlayabilir.



**Ahmet Levent Alkan**  
Deniz Portföy

“Enerji fiyatlarının düşük seyretmesi 2019 yılının en önemli avantaj noktası olacak. Seçim harcamaları ve mülteci politikaları, kamu yatırımlarıyla harcamaları üzerinde yönlendirici olmayı sürdürecektir.”

Türkiye, 2019'da hareketli bir yıl içinde olacak. Ağustos'ta gelen kur şokuyla birden yıllık %22'nin üstüne zıplayan enflasyon adım adım gerileyecek. Enerji fiyatlarının düşük seyretmesi 2019 yılının en önemli avantaj noktası olacak. Seçim harcamaları ve mülteci politikaları, kamu yatırımlarıyla harcamaları üzerinde yönlendirici olmayı sürdürecektir. Suriye'de sınır ötesi bir hareket savunma harcamalarımızı yükseltebilecek. Suriye ve Irak'ın yeniden yapılandırılmasına yönelik adımlar ise ihracatımızı, çimento ve çelik ihracatçısı firmalar üzerinden olumlu yönde etkileyebilecektir. Yenilenebilir enerjide 2019, uygulama ve bu yönde bölgesel rekabeti yakalama yılı olacak. Kırılgan nokta kamu yatırımları ve harcamalarında devlet garantili ihalelerin yükünün, 2019 yılı bütçesi üzerinde kontrol dışı artışlar getirebilecek mi getirmeyecek mi sorusuna vereceğimiz yanıtta gizli olacak. Merkez Bankası'nın sıkı para politikasını sürdürdüğü, maliye politikasında da gevşemenin öne çıkacağı bir yıl görebileceğiz. Bu belki de enflasyon üzerindeki belirsizliğin artışıyla beraberinde getirecek. Öte yandan, ABD'nin Aralık faiz artışı sonrasında verdiği mesajlara bakarsak, 2019 faizlerde tek artışla bitecek bir yıl olabilecek. Her şeye rağmen ucuz ve gelecek vaat eden Türkiye, Gelişmekte Olan Ülkelere yönelen fon tercihlerinden kendi payını alacaktır.



**Nihan Ziya Erdem**  
Garanti Yatırım

“TL'deki belirgin değer kaybı, faiz oranlarındaki yükseliş gibi faktörlerin 2019 yılında özellikle iç talebi baskılayıcı etki yapmasını bekliyoruz.”

2018 yılında finansal piyasalardaki dalgalanmanın olumsuz etkileri, yılın ikinci yarısında Türkiye ekonomisinin yavaşlamasına neden oldu. TL'deki belirgin değer kaybı, faiz oranlarındaki yükseliş gibi faktörlerin 2019 yılında özellikle iç talebi baskılayıcı etki yapmasını bekliyoruz. Bu nedenle 2018 yılında %3.0 civarında olduğunu tahmin ettiğimiz büyüme oranının 2019 yılında %1.0'e düşeceğini düşünüyoruz. 2018 yılında artan maliyet baskıları ile son yılların en yüksek seviyesine çıkan enflasyon oranının 2019 yıl sonunda kısıtlı iç talep ve azalan kur etkisinin desteği ile %16'ya düşeceğini tahmin ediyoruz. Enflasyondaki düşüşle birlikte 1 haftalık repo faizinin yıl içinde toplam 400 baz puan düşüşle %20'ye indirilmesini bekliyoruz. İlmli küresel büyüme, TL'nin rekabetçi gücü gibi faktörlerin desteği ile ihracat performansının 2019 yılında güçlü kalmaya devam etmesini; zayıf iç talep nedeniyle ithalatın ise sınırlı artmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda cari işlemler açığı/GSYH oranının %2.2 ile son yılların en düşük seviyesine ineceğini tahmin ediyoruz.

# 2019'da TÜRKİYE EKONOMİSİ



**Erol Gürcan**  
Gedik Yatırım

“Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında maliye politikası tarafında hâlen önemli bir manevra alanımız bulunmakla birlikte; enflasyon, kur, faiz, risk primi gibi göstergelerde dengelenme görülebilmesi açısından mali disiplinin korunması son derece kritik bir öneme sahip olacak.”

Ekonomideki dengelenme 2019 yılında daha hissedilir olacak. 2017 yılının 4. çeyreği, 2018 yılının 1. ve 2. çeyrekleri olmak üzere üç çeyrek üst üste negatif büyüme görülme riski söz konusu. 2019 yılının ikinci yarısı itibariyle büyüme rakamlarının yeniden pozitif rakamlara oturacağını düşünüyoruz. TÜFE'nin 2019 yılı ortalarına kadar %19 – 24 bandında seyredip, yılın ikinci yarısı itibariyle %20 seviyesinin altında kalıcılığını ve %16 civarlarına doğru gerilemeye başlamasını bekliyoruz. Üretimde ithalata (hammadde) bağımlılığın yüksek olması nedeniyle, cari dengedeki iyileşme devam edecek. 2019 yılında cari dengenin seviyesinden ziyade, finansmanın kalitesi ve sürdürülebilirliği daha ön planda olacak. 2018 yılında bütçe gelirleri tarafında, vergi dışı gelirler (yapılandırma, bedelli askerlik vs.) önemli bir rol oynadı. Benzer teşviklerin 2019'da uygulanmayacağı belirtilmiş olması ile ekonomideki yavaşlama kaynaklı olarak vergi gelirlerinde görülecek muhtemel azalma, bütçe dengesini zorlayacak gibi görünüyor. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında maliye politikası tarafında hâlen önemli bir manevra alanımız bulunmakla birlikte; enflasyon, kur, faiz, risk primi gibi göstergelerde dengelenme görülebilmesi açısından mali disiplinin korunması son derece kritik bir öneme sahip olacak.



**Serap Kaya**  
Halk Portföy

“2019 para politikasını, enflasyon ile mücadelede elde edilecek kazanımlar, küresel likidite koşulları ve gelişen ülkelere sermaye girişlerinin seyrinin belirleyeceğini düşünüyoruz.”

2019 yılı, kurdaki istikrar kazanma eğilimi ve petrol fiyatlarındaki ılımlı seyri göz önüne aldığımızda, dezenflasyon sürecinin izleneceği bir yıl olacak. Konut sektöründeki gelişmelere bağlı olarak düşen kira enflasyonu da, orta vadeli görünüm açısından enflasyona yardımcı olacak diğer önemli bir bileşen. Cari açığı iyileşmenin ise hem kur hem de talep gelişmelerine ek olarak, ihracatı destekleyen anlayış doğrultusunda, 2019'da da sürmesini bekliyoruz. Petrol fiyatlarında son dönemde yaşanan sert düşüş sonrasında, yüksek enerji maliyetimizin önümüzdeki dönemde daha ılımlı boyuta inerek dış dengeye ek katkı unsuru haline geleceğini öngörüyoruz. 2019 para politikasını, enflasyon ile mücadelede elde edilecek kazanımlar, küresel likidite koşulları ve gelişen ülkelere sermaye girişlerinin seyrinin belirleyeceğini düşünüyoruz.



**İbrahim Aksoy**  
HSBC Portföy

“TCMB'nin para politikası duruşu, reel kesim şirketlerinin borç ödeme gücü ile bunun bankacılık sektörüne yansımaları ve piyasanın yurtiçi risk algısı, 2019'da da ekonomik aktivite ve finansal varlık fiyatları açısından birinci derece önemde olmaya devam edecek görünüyor.”

2019'da sermaye girişlerindeki yavaşlama ve kredi büyümesinde beklenen zayıf seyir ekonomik aktiviteye olumsuz yansımalar görünüyor. HSBC Portföy olarak ekonominin 2019'da %1'e yakın bir daralma yaşayabileceğini öngörüyoruz. Türkiye'nin ekonomik aktivite büyüme hızı ve yabancı sermaye girişleri (GSYİH'ye oranla) arasında %65 gibi yüksek bir korelasyon bulunuyor. Bununla birlikte, 2009'dan farklı olarak, küresel ekonominin büyümesiyle ihracatın görece güçlü seyri 2019'da ekonomik aktivitedeki daralmayı sınırlayabilecek bir faktör olarak görünüyor. Fiyatlama davranışında bozulma ve TL'de değer kaybının gecikmeli etkileriyle enflasyonun 2019'da görece yüksek seyredeceğini ve yılı %16.5'te bitireceğini tahmin ediyoruz. Enflasyonun, TL'de yeni bir değer kaybı dalgası olmaması durumunda, ana olarak 2019'un ikinci yarısında baz etkisine bağlı olarak düşmesini bekliyoruz. Cari açığın ise ekonomik aktivitede zayıf seyrin ithalat talebini azaltması ve görece güçlü ihracat performansının sürmesiyle 2019'da 9 milyar dolara düşebileceğini öngörüyoruz. HSBC Portföy olarak Dolar/TL ve Euro/TL için 2018 sonu tahminlerimiz sırasıyla 6.75 ve 7.63 seviyesinde bulunuyor. TCMB'nin para politikası duruşu, reel kesim şirketlerinin borç ödeme gücü ile bunun bankacılık sektörüne yansımaları ve piyasanın yurtiçi risk algısı, 2019'da da ekonomik aktivite ve finansal varlık fiyatları açısından birinci derece önemde olmaya devam edecek görünüyor.



**Nilüfer Sezgin**  
İş Portföy

“İktisadi faaliyetin yavaş seyri, kurun gecikmeli etkilerinin hafiflemesi ve yüksek baz etkisinin devreye girmesi yıllık TÜFE enflasyonunun 2019 yılının ikinci yarısında belirgin bir düşüş kaydetmesine imkan verebilecektir ve bu dönemde Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine başlayacağı öngörülmüştür.”

2019 yılında küresel büyümenin hızını koruyacağı, ABD ile diğer ülkeler arasında büyüme performansı farklılığının azalacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarını sıkılaştıracağı ve gelişen ülkelere yönelik portföy akımlarının daha zayıf seyredeceği tahmin edilmiştir. Yurt içinde 2018 yılının son çeyreğindeki negatif büyümenin sıkı finansal koşullar sebebiyle 2019 yılının ilk yarısında da sürebileceği, ancak yılın ikinci yarısında büyüme hızının artabileceği öngörülmüştür. Zayıf talep koşulları ve Türk lirasındaki reel değer kaybı paralelinde cari açığın iyileşmeye devam edeceği düşünülmektedir. İktisadi faaliyetin yavaş seyri, kurun gecikmeli etkilerinin hafiflemesi ve yüksek baz etkisinin devreye girmesi yıllık TÜFE enflasyonunun 2019 yılının ikinci yarısında belirgin bir düşüş kaydetmesine imkan verebilecektir ve bu dönemde Merkez Bankası'nın faiz indirimlerine başlayacağı öngörülmüştür. Bütçe açısından zayıf büyüme dinamiklerinin gelirleri zorlayabileceği bir sene oluşması muhtemeldir. 2019 yılında iktisadi faaliyette belirleyici konulardan birinin krediler olduğu değerlendirilmektedir. Bu kapsamda, bankaların sermaye yapılarının ve likiditeye erişimlerinin desteklenmesi adına atılabilecek adımlar izlenecektir.



**Bilge Yüksel**  
QNB Finans Portföy

“Gerek iç gerekse dış dinamikler sebebiyle 2019 yılında Türkiye, iyice yavaşlayan ekonomik ortamla birlikte en kötü seviyenin 1. çeyrekte görülmesinden sonra özellikle 2. yarıyılıda gerilemesi beklenen enflasyonla karşı karşıya kalacaktır.”

Global piyasalarda dünya ekonomisini önemli ölçüde etkileyen Çin'e ilişkin büyüme kaygılarının, ABD ile yaşanan ticaret savaşlarıyla daha da artması ve yine ticaret savaşlarının bir sonucu olan, uzun yıllardır süre gelen hisse senedi rallisinin önemli bir sebebi olan teknoloji hisselerindeki kar realizasyonu 2018 yılı genelinde sermaye çıkışlarına sebep olmuştur. 2019 yılında da küresel olarak büyüme görüntüsünde bir kötüleşme beklenmektedir. FED'in buna bağlı olarak faiz artırma döngüsünde daha fazla “bekle gör” politikasını izlemesi ve daha önce beklenen aksine daha az faiz artırması tahmin edilmektedir. Genel sermaye hareketlerinde ana belirleyicinin 2019 yılında yine Çin ve ABD arasında yaşanan ticaret savaşındaki gelişmeler olması beklenmektedir.

Türkiye de küresel büyümedeki yavaşlamadan 2019 yılında nasibini alacaktır. Gerek iç gerekse dış dinamikler sebebiyle 2019 yılında Türkiye, iyice yavaşlayan ekonomik ortamla birlikte en kötü seviyenin 1. çeyrekte görülmesinden sonra özellikle 2. yarıyılıda gerilemesi beklenen enflasyonla karşı karşıya kalacaktır. Enflasyondaki düşüş eğilimi görülmeye başlanmasıyla beraber yılın ikinci yarısına doğru TCMB'den faiz indirimi beklenmektedir. Yılsonuna doğru volatilitesi iyice düşen kurun ise 2019 yılı genelinde daha sakin bir seyir izlemesi beklenmektedir. Ana risk gördüğümüz konu ise, maliye politikalarının daha genişleyici hale gelmesi ve yabancı yatırımcıların TL ilgisinin tersine dönmesidir. Ancak şu an için 2019 yılına ilişkin görünüm, sıkı maliye politikasının devam edeceği yönündedir.



**Pınar Uğuroğlu**  
TEB Portföy

“Büyüme hızındaki yavaşlamanın cari açığa olumlu etki etmeye devam edeceğini öngörüyoruz. Özellikle yılın ilk yarısında ithalat talebindeki gerilemenin, ihracat performansında ve turizm gelirlerinde artışın sürmesini bekliyoruz.”

2019 yılında; 2018 yılı ikinci yarısında başlayan ekonomideki dengelenmenin sürmesini bekliyoruz. Net ihracatın olumlu katkısı devam etse de yılın ilk yarısında iç talepteki yavaşlama nedeniyle daralmasını öngördüğümüz ekonominin, yılın ikinci yarısında toparlanma sürecine girmesini ve yılı %2 büyüme oranı ile tamamlamasını bekliyoruz.

Bu dengelenme sürecinde, büyüme hızındaki yavaşlamanın cari açığa olumlu etki etmeye devam edeceğini öngörüyoruz. Özellikle yılın ilk yarısında ithalat talebindeki gerilemenin, ihracat performansında ve turizm gelirlerinde artışın sürmesini bekliyoruz. Bu çerçevede 2019 yılı sonunda cari açığın 26 milyar dolara kadar gerileyebileceğini öngörüyoruz.

Öte yandan Türk Lirası'nın değer kazanması, döviz kuru geçişkenliğinin fiyatlar üzerindeki etkisinin azalması ve vergi indirimlerinin etkisi ile 2018'in son aylarında düşüş eğilimi gösteren enflasyonun 2019 yılın ilk çeyreğinde tekrar yukarı yönlü ivme kazanacağını öngörüyoruz. Yüksek seyreden üretici fiyatlarının yarattığı enflasyonist baskı ve vergi indirimlerinin etkisinin azalması ile yeniden artış trendine girmesini beklediğimiz enflasyonun, Mart ayında tepe noktaya ulaştıktan sonra gevşemesini ve özellikle yılın ikinci yarısında baz etkisinin de yardımıyla yılı %14,7 seviyesinde noktalamasını bekliyoruz.



## PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞAN PROFİLİ ANKETİ 2018

Portföy Yönetimi Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çalışan profilini ortaya koyup, sektörün büyüme trendine ilişkin verileri oluşturmayı amaçlayan ve ilki 2009 yılında gerçekleştirilen **Portföy Yönetim Şirketleri Çalışan Profili Anketi'ne** 2018 yılı için toplam 15 portföy yönetim şirketi, üç gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketi katıldı.

### ŞİRKETLERİN FAALİYET ALANLARI:

Ankete katılan kurumların 16'sı yatırım fonu, 12'si emeklilik yatırım fonu faaliyetinde bulunduğunu bildirdi. Faaliyet alanında Borsa Yatırım Fonu olan kurum sayısı üç olurken, Özel Portföy Yönetimi yapan kurumların sayısı 12 olarak belirlendi. Yatırım Danışmanlığı faaliyeti ise yapan kurum sayısı da sekiz olarak kaydedildi. (Tablo 1)

Tablo 1: Faaliyet Alanları	Şirket sayısı
Yatırım Fonu	15
Emeklilik Yatırım Fonu	11
Borsa Yatırım Fonu	3
Alternatif (gayrimenkul ve girişim sermayesi fonları) ve Yapılandırılmış Fonlar	8
Özel Portföy Yönetimi	12
Yatırım Danışmanlığı	8
Diğer	1

### ÇALIŞANLARA VE DEPARTMANLARA İLİŞKİN BİLGİLER:

Tablo 2: Personelin pozisyonlarına göre dağılımı	Kişi sayısı
Üst düzey yönetici (Müdür ve üstü)	79
Portföy Yöneticisi	107
Yatırım Danışmanı	18
Kurumsal İletişim/İş Geliştirme	10
Pazarlama/Satış	31
Araştırma	22
Operasyon/Bilgi İşlem	46
Mali ve İdari İşler/İK	52
Risk Yönetimi/Denetim/Teftiş	49
Diğer	28

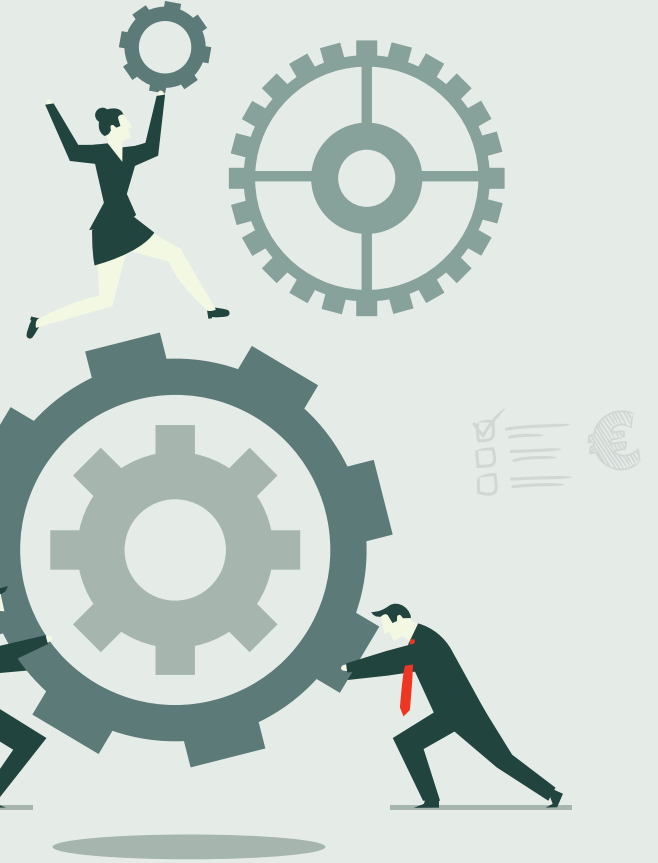


Tablo 3: Cinsiyet dağılımı	Kişi sayısı
Kadın	164
Erkek	270
<b>Toplam</b>	<b>434</b>

Tablo 4: Yaş dağılımı	Kişi sayısı
18-29	69
30-39	188
40-49	161
50 ve üzeri	16

Tablo 5: Eğitim durumu	Kişi sayısı
Lise ve altı	24
Lisans	254
Lisansüstü	154
Doktora	2

Tablo 6: 2018 yılında personel sayısında değişim	
Personel sayısında artış olan kurum sayısı	9
Personel sayısında azalış olan kurum sayısı	3
Personel sayısı değişmeyen kurum sayısı	5



Tablo 7: Dışarıdan alınan hizmet	Şirket sayısı
Bilgi İşlem/IT	9
Fon Hizmeti	4
Risk Yönetimi	5
Araştırma	5
İç Kontrol	5
İnsan Kaynakları	4
Hukuk	3
Gayrimenkul değerlendirme	1
Muhasebe	3

#### **DIŞARIDAN ALINAN HİZMETLER:**

Dışarıdan alınan hizmetlerin başında yine Bilgi İşlem/IT hizmetleri yer aldı. Risk Yönetimi, araştırma ve iç kontrol hizmetlerinin önceki yıla göre daha fazla kurum tarafından dışarıdan sağlanmaya başladığı da dikkat çektir.

## TKYD Yönetiminden Borsa İstanbul'a Ziyaret

TKYD Yönetim Kurulu, Borsa İstanbul A.Ş.'nin 27 Eylül 2018 tarihinde yapılan Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda Borsa İstanbul A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanlığına seçilen Prof. Dr. Erişah Arıcan ve Borsa İstanbul Genel Müdürü Murat Çetinkaya'yı ziyaret etti.



## TKYD Yılbaşı Kutlaması

Geleneksel TKYD Yeni Yıl Kutlaması 25 Aralık 2018 Salı akşamı Levent Şans Restaurant'ta sektörün her kesiminden katılımcılarla birlikte gerçekleştirildi.



# Türkiye Sermaye Piyasaları Kongresi 13-14 Kasım'da Yapıldı



Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin düzenlediği Türkiye Sermaye Piyasaları Kongresi, 13-14 Kasım 2018 tarihlerinde gerçekleştirildi. "Gelecek" temasıyla düzenlenen kongrede, 26 panel ve sektöre yönelik farklı başlıklarda 23 eğitim programına 8 binin üzerinde ziyaretçi katılım sağladı.

TKYD Başkanı Selim Yazıcı'nın moderatörlüğünü yaptığı "Geleceğimiz için Kurumsal Yatırımcı Yaratmalıyız" başlıklı paneloldukça ilgi çekti. Panele konuşması olarak BNP Paribas Securities Services Sigorta Şirketleri Pazar Stratejisi ve Kıta Avrupası Varlık Sahipleri İş Kolu Başkanı Christelle Ybanez, Anadolu Sigorta A.Ş. Genel Müdürü İlhami Koç, Doğal Afet Sigortaları Kurumu (DASK) Fon Yönetimi Müdürü İsmail Telci, Siemens Türkiye Finans Başkanı, Direktör Kemal Girginer, Aktif Yatırım Bankası A.Ş. Kredi Analitik ve Sermaye Piyasalarından Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Tevfik Kınık katıldılar.



# Tasarruf için çözüm BES ve OKS'de

*BES 2019 yılına da oldukça hareketli başlıyor. Otomatik Katılımda 2019 itibariyle son faz gerçekleşecek ve çalışan sayısı 5-9 arasında olan 200-400 bin aralığında firmanın da sisteme dahil olması bekleniyor. Buradan hareketle, 2019 sonunda sektörün yedi milyon katılımcı sayısı ile 111,2 milyar TL fon büyüklüğüne ulaşacağını öngörüyoruz. Otomatik katılım tarafında ise yüzde 70'e yakın büyüme ile 7,5 milyar TL fon büyüklüğü öngörümüz var.*

**D**ünyada en başarılı ulusal ekonomilerin; güçlü, sağlıklı ve iyi düzenlenmiş bir sigorta ve bireysel emeklilik sektöründen güç aldığını görüyoruz. Türkiye'de de Bireysel Emeklilik Sistemi bir yandan ülke ekonomisine önemli katkılarda bulunup, finansal sistemi güçlendirirken, bir yandan da tasarrufların artırılmasında önemli bir rol oynuyor.

Bireysel emeklilik, uzun vadeli yatırım aracı olarak Türkiye için büyük önem taşıyor. OECD ülkelerinin emeklilik fonlarında biriken tasarruflar GSYH'lerin ortalama yüzde 50'sini bulurken, Türkiye'de bu oran 2,5'larda. Buna ek olarak, nüfusun yüzde 8,5'inin 65 yaşın üstünde olduğu ülkemizde nüfusumuz yaşlanmaya devam ediyor, yaşam beklentisi giderek artıyor. Sadece Türkiye değil, tüm dünyada yaşam ömrü uzuyor. Allianz tarafından yapılan bir araştırmaya göre, 1950 yılında tüm dünyada 80 yaşın üzerinde olan kişilerin toplam nüfusa

oranı yüzde 11 seviyesinde iken, bu oran 2017'de yüzde 20,9'a çıktı. 2050 yılına gelindiğinde ise bu oranın yüzde 27,9'a yükselmesi bekleniyor. Bir başka deyişle 2050 yılında emeklilik çağında bulunan 1,6 milyar insan olacak. Benzer oluşumun Türkiye'de de gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu nedenle özellikle emeklilik döneminde yaşam kalitesini artırmak için tasarruf etmekten başka bir çaremiz yok. Yaklaşık iki çalışanın bir emekliyi finanse ettiği sosyal güvenlik sistemimiz, bugün dahi zorlanıyor. Bugün çalışanlar, emekli olduklarında, hayatlarını idame ettirebilmek için ihtiyaç duyacakları maaşın ancak yüzde 60'ını alabiliyor. Emekli olarak geçirilen sürenin ciddi anlamda uzamasıyla birlikte sosyal güvenlik sistemi üzerindeki artan yük, kişilerin hayat standartlarını koruyabilmeleri için bireysel tasarrufların ve tamamlayıcı emeklilik sistemlerinin önemini artırıyor. Bu nedenle, tasarruf yaratmamız şart ve çözüm Bireysel Emeklilik Sistemi ve Otomatik Katılım'da... Bireysel Emeklilik Sistemi, 15'inci yılını doldurduğu 2018 yılını katılımcı

sayısında yaklaşık yedi milyon kişi ve 90 milyar TL'lik fon büyüklüğü ile tamamladı. İstihdam piyasasının sisteme katılımını sağlamak adına doğru zamanda atılan önemli bir adım olan Otomatik Katılım'da ise beş milyon katılımcı sayısına ve 4,6 milyar TL'lik fon büyüklüğüne ulaşıldı. Bu kadar dalgalanmanın yaşandığı, birçok yatırım aracının negatif getiriler verdiği bir yılda Aralık 2018 sonunda emeklilik sektöründe ortalama getiri de yüzde 11 olarak gerçekleşti. Sektörün ortalama getirilerinin pozitif olduğunu ve yüzde 25 devlet katkısı da göz önünde bulundurduğumuzda, fon getirilerinin diğer yatırım araçlarına göre oldukça cazip olduğunu söyleyebiliriz.

Her ne kadar Otomatik Katılım tarafında çıkış oranları yüksek seyretse de, sektör oyuncularını sadece son bir yılda iki milyon kişinin OKS ile bu platforma dahil edilmiş olmasının son derece önemli olduğunu düşünüyoruz. Yine de bu uzun soluklu bir süreç ve Bireysel Emeklilik Sistemi'ne ve Otomatik Katılım



**Taylan Türkölmez**

Genel Müdür  
Allianz Yaşam ve Emeklilik ve Allianz  
Hayat ve Emeklilik A.Ş.

Sistemi'ne dahil olan katılımcıların sistemde kalıcılığını sağlayacak bir dizi revizyona ihtiyaç olduğunu görüyoruz. Bu noktada, dünyada bireysel emeklilik fonlarının sermaye piyasalarına ve ekonomiye kaynak sağlamada başarı hikâyesi niteliğindeki örnek uygulamalara imza atan ülkelerin yakından izlenmesi ve sistemden ayrılanların ayrılma sebeplerinin iyi analiz edilerek, iyileştirilmesi gereken noktalarda adımlar atılması önceliğimiz olmalı kanaatindeyiz. Ayrıca tüm dünyadaki başarılı otomatik katılım modeli örneklerinde işveren katkısının bulunduğunu görüyoruz. Biz işverenlerimizin ne tür zorluklar içinde çalıştıklarını görüyoruz, biliyoruz. Böyle bir ortamda 'hadi gelin işveren katkısı yapalım' dediğimizde aslında ek bir yük geliyor. Ancak işverenlere ek yük getirmeden de otomatik katılımda işveren katkısını başlatmanın yolları var. Bu açılımları sisteme kazandırmak ve sigortalılık bilincini yaygınlaştıracak teşvikleri ele almak için, başta sigorta şirketleri olmak üzere Türkiye Sigorta Birliği, Hazine ve Maliye Bakanlığı ve diğer devlet organlarının sigortalılığı ve önlem ve teşvikleri düzenli olarak ele almasına ihtiyaç bulunuyor. Tüm

bu konuları ve ek olarak sigortalılık bilincini yaygınlaştıracak teşvikleri sektör şirketleri ve kamu otoriteleri ile planlayarak, Türkiye'nin ihtiyacı olan emeklilik ve otomatik katılım modelini geliştirebiliriz. BES 2019 yılına da oldukça hareketli başlıyor. Otomatik Katılımda 2019 itibariyle son faz gerçekleşecek ve çalışan sayısı 5-9 arasında olan 200-400 bin aralığında firmanın da sisteme dahil olması bekleniyor. Buradan hareketle, 2019 sonunda sektörün yedi milyon katılımcı sayısı ile 111,2 milyar TL fon büyüklüğüne ulaşacağını öngörüyoruz. Otomatik katılım tarafında ise yüzde 70'e yakın büyüme ile 7,5 milyar TL fon büyüklüğü öngörümüz var. Türkiye'nin iç tasarruflarını büyütmesi gerekiyor. Dünyada piyasaların dengelenmesi, piyasaların ihtiyaç duyduğu finansmanları bulması ve yaşanan nüfusa hizmet etmek adına bireysel ve kurumsal emeklilik planları çok büyük önem arz ediyor. Bizim de ülke olarak bu alana yatırım yapmaya devam etmemiz gerekiyor. 2019 yılı itibariyle bireysel emeklilik sektöründeki bir başka değişiklik de geçen yıl yapılan bir düzenleme olan bir emeklilik şirketi tarafından sunulan emeklilik yatırım fonu net varlık değeri toplamının yüzde kırkıdan fazlasının aynı portföy yönetim şirketi tarafından yönetilemeyeceği maddesinin kaldırılması oldu. Geçen yıl yapılan bu düzenleme sonucu tüm emeklilik şirketleri gibi biz de Allianz Yaşam Emeklilik ve Allianz Hayat Emeklilik şirketlerimiz için bir portföy yönetim şirketi seçim süreci yürüttük ve sonucunda birçok farklı portföy yönetim şirketi ile çalışmaya başladık. Bu uygulama ile sektörün önde gelen farklı portföy yönetim şirketlerinin farklı görüş ve beklentilerini duymak ve aynı zamanda onların tecrübelerinden yararlan-

“ Bu kadar dalgalanmanın yaşandığı, birçok yatırım aracının negatif getiriler verdiği bir yılda Aralık 2018 sonunda emeklilik sektöründe ortalama getiri de yüzde 11 olarak gerçekleşti. Sektörün ortalama getirilerinin pozitif olduğunu ve yüzde 25 devlet katkısını da göz önünde bulundurduğumuzda, fon getirilerinin diğer yatırım araçlarına göre oldukça cazip olduğunu söyleyebiliriz. ”

mak açısından çok faydalı olduğu görüşündeyiz. Ancak bu uygulama nedeniyle emeklilik şirketlerinin performansından memnun olduğu halde, sadece yüzde kırk kuralı nedeniyle portföy yönetim şirketlerindeki fon varlık değerini azaltmak zorunda olduğu durumlar meydana gelebiliyordu. Bu anlamda zorunluluğun ortadan kalkmış olmasının olumlu olduğunu düşünüyoruz. Allianz Türkiye olarak yeni dönemde de daha önce olduğu gibi performans ölçümlerimiz sonucunda öne çıkan portföy yönetim şirketleri ile çalışmaya devam edeceğiz.



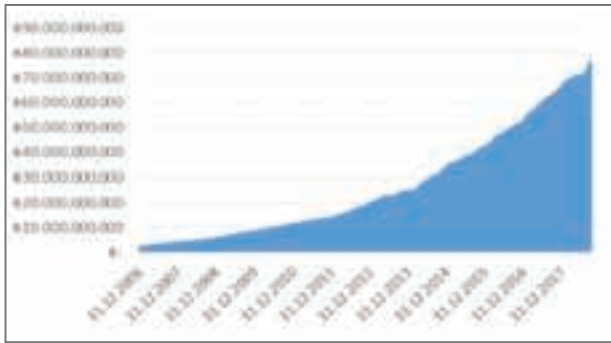
# Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi ve Risk Odaklı Yaşam Döngüsü Fonları

*Türkiye’de katılımcılara herhangi bir tercihi bulunmaması durumunda sunulan standart fonların tasarımı, bireysel emeklilik sisteminin başarısı açısından büyük önem taşımaktadır.*

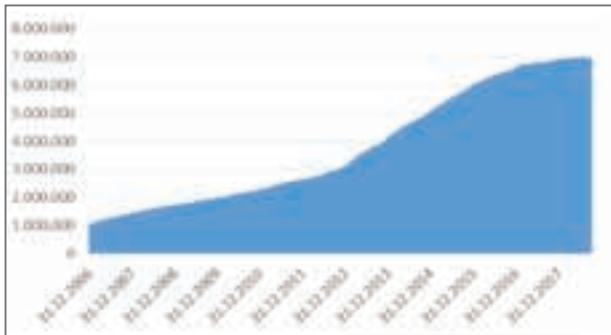


**Sayat Baronyan**  
Çoklu Varlık Fon Yöneticisi  
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.

**T**ürkiye’de 2003 yılından bu yana bireysel emeklilik sistemi uygulanmaktadır. Sistemde katılımcıların kendi hesaplarına yaptıkları düzenli katkılar, seçtikleri fonlar içerisinde değerlendirilmektedir. “Belirlenmiş katkı” sistemi olarak da adlandırılan bu yöntem ile 2003 yılı sonunda 15 bin katılımcı ve toplam 5.9 milyon TL birikim sisteme dahil edilmiştir. 2012 yılı sonu itibariyle ise yaklaşık 3.1 milyon katılımcı sisteme dahil olmuş ve bu katılımcıların birikimleri toplamı 20 milyar TL’ye ulaşmıştır. 2013 yılında getirilen %25 oranında devlet katkısı uygulaması ile birlikte sisteme girişler ivme kazanmış ve 2017 Ocak ayı itibariyle toplam katılımcı sayısı 6.6 milyona, toplam katkı büyüklüğü ise 53 milyar TL’ye ulaşmıştır. Bireysel Emeklilik sisteminde Ocak 2017 itibariyle Otomatik Katılım uygulaması başlatılmıştır. Bu uygulama ile daha önceden bireysel emeklilik sistemine dahil olsun veya olmasın tüm çalışanlar sisteme dahil edilmiştir. Zorunlu katılım ve isteğe göre ayrılma yöntemi diğer ülkelere benzer bir biçimde uygulanmıştır. 2017 yılı sonuna gelindiğinde sisteme 8 milyon çalışan dahil edilmiş fakat bu çalışanların yüzde 54’ü cayma hakkını kullanmıştır. 2018 Ekim ayı itibariyle gönüllü bireysel emeklilik sisteminde toplam 6.9 milyon kişi bulunmaktadır ve toplam katkı payı 76 milyar TL’ye ulaşmıştır. 2017 başında yürürlüğe alınan Otomatik Katılım Sisteminde ise 5 milyon katılımcı bulunmaktadır ve toplam katkı payı 3.7 milyar TL’ye ulaşmıştır.

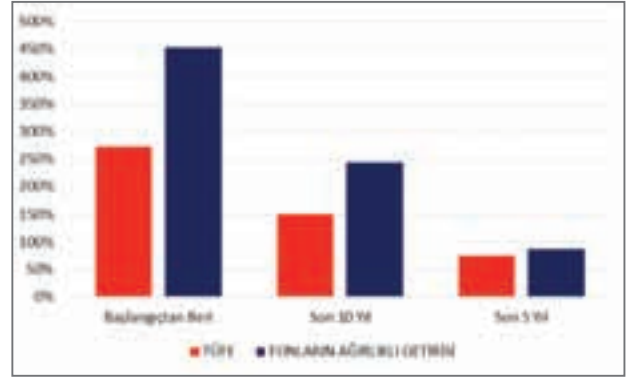


Şekil i. Katılımcıların Fon Tutarı



Şekil ii. Katılımcı Sayısı

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi

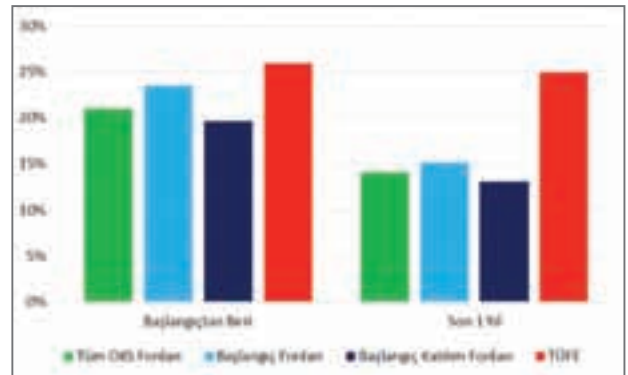


Şekil iii. BES Fonları Ağırlıklı Ortalama Getirileri

2018 yılında Türkiye Sigortalar Birliği tarafından IPSOS saha araştırma şirketi ile birlikte gerçekleştirilen saha çalışmasına göre, sistemden ayrılma sebepleri (i) maaşların yetersizliği (ii) hak ediş süresinin uzunluğu (iii) faizin inançlara ters düşmesi (iv) sisteme güvensizlik ve (v) fonların düşük performansı olarak sıralanmıştır. Portföy Yönetim sektörünün yukarıda belirlenen ayrılma sebepleri içerisinde çözüm sunabileceği en önemli maddede kuşkusuz fon performansları olacaktır. Fon performanslarındaki artış aynı zamanda sisteme olan güvensizliğin azaltılmasına da katkı sağlayacaktır. Bu nedenle bu yazıda katılımcıların sahip oldukları fon performanslarını etkileyen faktörler irdelenecek ve çözüm önerileri sunulacaktır.

## Bireysel Emeklilik Sistemi Fon getirileri

Aralık 2017’de Ludens tarafından hazırlanan emeklilik sistemi performans raporuna göre sistem içerisinde bulunan tüm fonların, bireysel emeklilik sistemi başlangıç tarihinden 2017 yılı sonuna kadar elde etmiş olduğu net getiri, aynı dönem içerisinde gerçekleşen enflasyonun oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Ayrıca 10 yıl, 5 yıl ve 2017 getirilerine de bakıldığında ağırlıklı ortalama getirilerin enflasyonun üzerinde olduğu gözlenmiştir.



Şekil iv. OKS Fonları Ağırlıklı Ortalama Getirileri

BES katılımcılarının uzun vadeli getirilerinin enflasyon üzerinde olmasına rağmen, sisteme girişlerin ivme kazandığı 2013 sonrası performans dikkat çekicidir. ABD Merkez Bankası (FED)'in Mayıs 2013'te parasal sıkılaşmaya başlayacağını açıklamasından sonra özellikle gelişmekte olan piyasa kurlarında görülen değer kayıpları, tek bir coğrafya veya tek bir varlık sınıfına yatırım yapan fonların getirilerinin düşmesine neden olmuştur. 2004 -2012 yılları arasında geçen dokuz yıl içerisinde ağırlıklı ortalama BES getirileri sadece 2011 yılında enflasyondan ciddi anlamda sapsmış, 2008 yılında ise enflasyona yakın bir getiri sağlanmıştır. 2013 sonrası dönemde ise 2013 ve 2015 yıllarında ağırlıklı ortalama BES getirileri enflasyonun ciddi anlamda altında kalmıştır. 2018 Eylül ayı itibariyle geçen dokuz ayda enflasyon %19 civarında gerçekleşmiş, ağırlıklı ortalama BES getirileri ise %13 civarında kalmıştır. Otomatik katılım sistemine dahil olan katılımcıların ise getirileri, hem son bir yıl içerisinde hem de sistem başlangıç tarihinden bugüne bakıldığında enflasyonun altında kalmıştır.

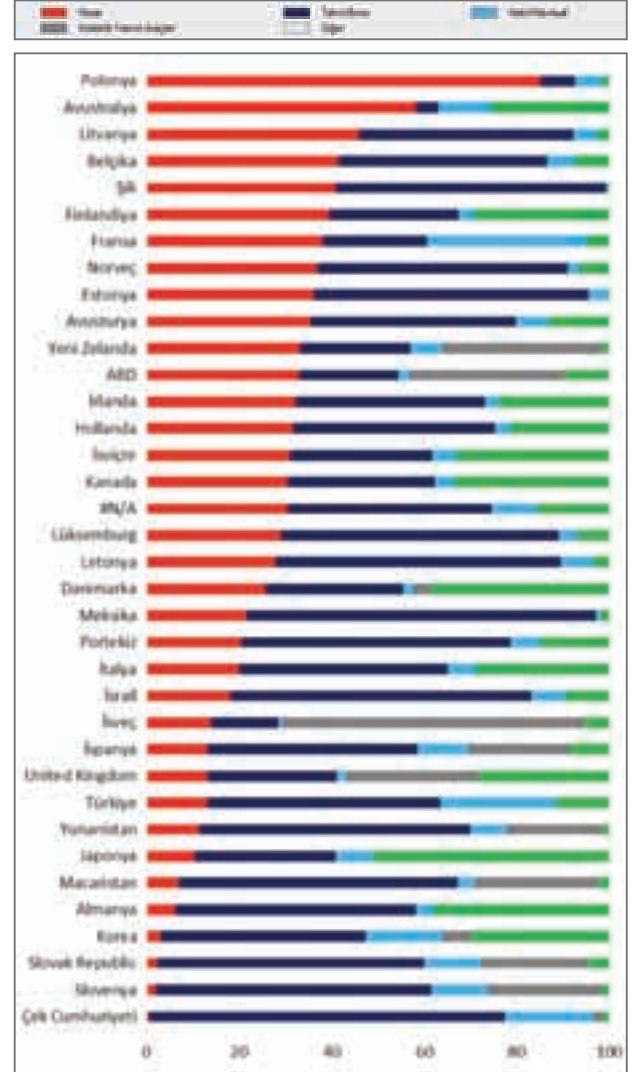
Özellikle sisteme girişlerin ivme kazandığı 2013 sonrası dönemde BES ağırlıklı ortalama getirilerinin enflasyon ile rekabet gücünün azalması, katılımcılar tarafından memnuniyetsizlik seviyesini arttırmıştır. Bu dönemde özellikle yabancı para cinsinden yatırım yapan fonların getirileri ön plana çıkarken, kullanıcıların toplam birikimlerinin bu fonlardaki ağırlıklarının görece düşük olması ağırlıklı ortalama getirilerin düşük kalmasında belirleyici olmuştur.

## Katılımcıların varlık dağılımı

OECD 2018 yılında yayınladığı "Pension Markets in Focus" raporuna göre 2017 yılında Türkiye'deki emeklilik sistemi katılımcılarının ortalama hisse senedi ağırlığı %13.1, tahvil ağırlığı % 50.5, nakit ve mevduat ağırlığı ise % 25.2 şeklinde gerçekleşmiştir. Diğer yatırım ürünlerine yapılan yatırım oranı ise %11.3 düzeyinde kalmıştır. Bu varlık dağılımları ile Türkiye, 36 OECD ülkesi içerisinde BES ortalama hisse ağırlığı en düşük olan 9. ülke olurken, nakit ve mevduat ağırlığı en yüksek 2. ülke olmuştur.

Akgiray, Peksevim ve Şener (2016) yaptıkları çalışmada Türkiye ve Şili'deki emeklilik sistemlerini karşılaştırmıştır. Şili'de 2006 yılında oluşturulan düzenlemeler sonrası, fon yönetim şirketleri beş farklı risk değerine sahip fonlar oluşturarak katılımcıları kendi risk tercihlerine göre fonlara atamaktadır. Akgiray, Peksevim ve Şener (2016) emeklilik fonlarındaki bu yapı sayesinde Şili'de reel ekonomiye önemli bir kaynağın sağlandığını tespit etmiştir. Şili emeklilik sisteminde riskli varlıklara (hisse)

ayrılan ortalama ağırlık %40 olarak görülürken, bu rakam Türkiye ile kıyaslandığında oldukça yüksektir.



Şekil v Ülkeler bazında BES Varlık Dağılımları

Kaynak: OECD Pension Markets in Focus, 2018

## Finansal Okuryazarlık, Tasarruf Eğilimi ve Varlık Dağılım Kararları

Finansal okuryazarlık, hem tasarruf eğilimlerini hem de varlık dağılımı kararlarını doğrudan etkileyen bir unsurdur. Lusardi ve Mitchell (2006) eğitim, medeni durum, çocuk sayısı, emeklilik durumu, ırk ve cinsiyet gibi faktörleri de hesaba kattıktan sonra, finansal okuryazarlığı tek başına tasarruf eğilimleri üzerinde etkili olduğunu göstermiştir. Yine bu çalışmada, bileşik faiz gibi basit finansal hesaplamaları yapabilen kişilerin emeklilik için planlama yapmış olmasının daha yüksek olduğu saptan-



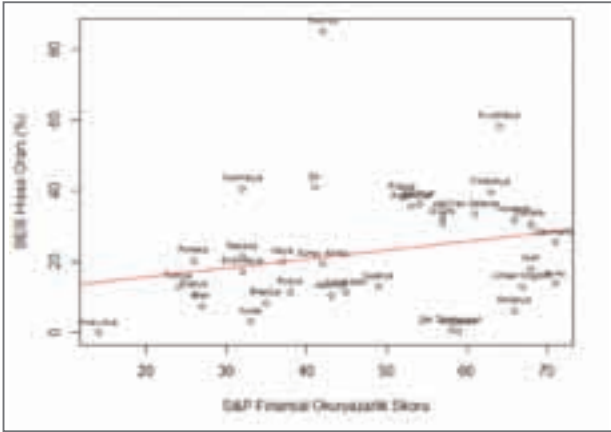
mıştır. Calvert, Campbell, ve Sodini (2005) finansal bilgisi yüksek kişilerin varlık dağılımlarında riskli varlıklara daha çok yer verdiklerini ve daha etkin portföyler oluşturduklarını saptamışlardır. Hilgert, Hogarth, ve Beverly (2003), Stango ve Zinman (2006) finansal bilgi yetkinliği ile etkin portföy seçimi arasında pozitif bir korelasyon olduğunu ortaya koymuşlardır.

S&P tarafından gerçekleştirilen finansal okuryazarlık çalışmasına göre (S&P Global FinLit Survey) Türkiye finansal okuryazarlık oranı %24 seviyesindedir. Bu oran ile Türkiye, finansal okuryazarlık seviyesi yüksekliği açısından 142 ülke içerisinde 119. sıradadır. Şekil VII ve Şekil IX ise ülkelerin finansal okuryazarlık seviyeleri ile BES/GSYİH oranı ve varlık dağılımlarındaki hisse senedi oranları arasındaki ilişki ortaya koymaktadır. Grafiklerden de görülebileceği üzere, finansal okuryazarlık seviyesi arttıkça hem tasarruf eğilimi artmakta hem de riskli varlıklara yatırım yapma eğilimi yükselmektedir.



Şekil vii BES/GSYİH Oranı ve Finansal Okuryazarlık

Kaynak: OECD Pension Markets in Focus, 2018 ve S&P Global FinLit Survey



Şekil viii BES Hisse Oranı ve Finansal Okuryazarlık

Kaynak: OECD Pension Markets in Focus, 2018 ve S&P Global FinLit Survey

“ Katılımcı sayısının artışı ile birlikte yüksek sayıda kişiye yatırım danışmanlığı hizmeti sunabilmek güçleşmiştir. Bu nedenle, emeklilik şirketleri son dönemde teknolojinin de getirdiği imkânları kullanarak robo-danışmanlık hizmetleri sunmaya başlamıştır. ”

### Yatırım Danışmanlığı ve Emeklilik Şirketleri

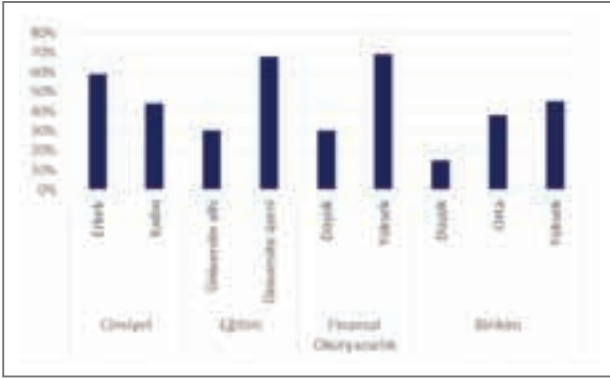
Türkiye bireysel emeklilik sistemine dâhil katılımcılar arasında yapılan bir anket çalışmasına göre (Yazıcı, 2015) katılımcıların sadece %44'ü BES fonlarında hangi fonlara yatırım yaptığını bilmektedir. Piyasa koşullarına göre yılda altı defa fon değiştirme hakkını kullanan katılımcı sayısı %25.8 civarında kalırken, “emeklilik fonlarının getirileri beklentileri karşılamadığı durumda fon dağılımı değiştiririm” cevabı veren katılımcıların oranı %21.2 olarak ölçülmüştür.

Türkiye’de faaliyet gösteren emeklilik şirketlerinin tamamı internet veya telefon üzerinden fon dağılımını değiştirebilme imkânını müşterilerine sunmaktadır. Yine internet üzerinden fon dağılım bilgileri, geçmiş performansları ve diğer tüm detaylı bilgiler müşteriler ile paylaşılmaktadır. Bunlara ek olarak deneyimli özel müşteri temsilcileri üzerinden katılımcılarına fon dağılım önerileri sunmakta ve bu katılımcıların varlık dağılımını aktif olarak değiştirmesi ve fon birikimlerini takip etmesi hedeflenmektedir.

Katılımcı sayısının artışı ile birlikte yüksek sayıda kişiye yatırım danışmanlığı hizmeti sunabilmek güçleşmiştir. Bu nedenle, emeklilik şirketleri son dönemde teknolojinin de getirdiği imkânları kullanarak robo-danışmanlık hizmetleri sunmaya başlamıştır. Bu teknoloji sayesinde müşterilerin risk iştahı ve getiri hedefleri saptanıp, akıllı portföy dağılımı önerileri müşterilere otomatik olarak sunulmaya başlanmıştır. Belirli algoritmalar kullanarak müşteri portföyünü yöneten bu modelin ulaştığı kişi sayısı ise sınırlı kalmıştır.

Görece yeni sunulmaya başlanan bir hizmet olduğu için robo-danışmanlık hizmetlerinin kullanıcı profili hakkında detaylı bilgi henüz bulunmamaktadır. Bununla birlikte, İtalya’da robo-danışmanlık kullanımı hakkında daha detaylı bilgiye ulaşılabilmektedir. Bu verilere göre, eğitim

seviyesi yüksek kişileri robo-advisory kullanımının daha yüksek olduğu görülürken, finansal okur-yazarlık seviyesi yüksek kişilerde de yine robo-danışmanlık kullanımının daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Ek olarak, birikim seviyesi yüksek kişilerin de yine birikim seviyesi daha düşük kişilerle oranla daha fazla robo-danışmanlık hizmeti kullandığı gözlenmektedir. Bu bilgiler ışığında robo-danışmanlık benzeri hizmetlerin hali hazırda birikim ve eğitim-finansal okuryazarlık seviyesi yüksek olan kişilerde kullanımının daha yüksek olduğu söylenebilir.



Şekil viii Robo-Danışmanlık Kullanım oranları - demografi  
Kaynak: Deutsche Bank Research, Consob

Türkiye gibi bireysel emeklilik sistemindeki birikimlerin gayri safi milli hasılaya oranının görece düşük ve sistemde başlangıç aşamasında olan katılımcı sayısının yüksek olduğu ülkelerde robo-danışmanlık hizmetlerinin rağbet görmesi daha zor olacaktır. Benzer çıkarımlar diğer yatırım danışmanlığı tipleri için de söylenebilir.

Bu nedenlerle Türkiye’de katılımcılara herhangi bir tercihi bulunmaması durumunda sunulan standart fonların tasarımı, bireysel emeklilik sisteminin başarısı açısından büyük önem taşımaktadır.

“Türkiye gibi bireysel emeklilik sistemindeki birikimlerin gayri safi milli hasılaya oranının görece düşük ve sistemde başlangıç aşamasında olan katılımcı sayısının yüksek olduğu ülkelere robo-danışmanlık hizmetlerinin rağbet görmesi daha zor olacaktır.”

“Türkiye bireysel emeklilik sisteminde standart fon olarak uygulanabilecek en etkin yöntemlerden bir tanesi olarak risk odaklı yaşam döngüsü fonları ön plana çıkmaktadır.”

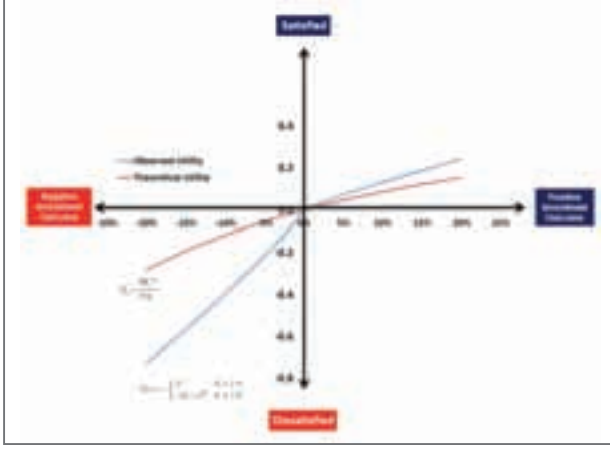
### Standart / Başlangıç Fonu Tasarımı

Gelişmiş piyasalarda, varsayılan fon seçimi ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Örneğin, Kiwisaver (Yeni Zelanda) varsayılan seçenek olarak muhafazakar fon kullanılmaktadır. Bu fonun, %25’ten fazla riskli varlığa (hisse senedi gibi) sahip olmaması gerekmektedir. NEST (Birleşik Krallık) bir hedef tarih fon yapısını kullanır, bireyler NEST’in üç yatırım aşamasına dayanan emeklilik tarih fonlarından birine yatırılır: başlangıç aşaması (yaklaşık 5 yıl boyunca muhafazakar tahsis); büyüme aşaması (30 yıllık bir döneme kadar, enflasyonun üzerinde getiri hedefleyen çeşitlendirilmiş bir portföy); konsolidasyon aşaması (varlıkların emeklilik tarihinden itibaren yaklaşık 10 yıl içerisinde daha az riskli varlıklara kaydırılması). Amerika Birleşik Devletleri’nde, varsayılan yatırım alternatifleri olarak nitelendirilen yatırım türleri, ABD emeklilik mevzuatı uyarınca oluşturulmuştur. Bu standart planlar, dengeli fonlar, yaşam döngüsü veya özel yatırım hesabı olarak tasarlanabilmektedir.

Literatürde, standart fonların tasarımı konusunda çeşitli görüşler bulunmaktadır. Esch ve Michaud (2014), klasik hedef tarih fon yatırımcılarının (belirli bir hisse ağırlığından başlayarak, ilerleyen yaşa göre hisse oranını düşüren fon yapısı) yanlış bir risk kontrolü hissine sahip olabileceğini ve özellikle piyasa performansının ve oynaklığının yüksek olduğu durumlarda bu fonların yatırımcılara beklenen faydayı sağlamayacağını belirtmiştir. Barberis (2000), yatırımcıların hisse senetlerine varlık dağılımlarında daha fazla yer vermesi gerektiğini belirtirken, bunun aksine, Pastor ve Stambaugh (2011) hisse senedi getirilerinin yatırımcı perspektifinden uzun vadelerde katkı sağlamadığını belirtmektedir.

Davranışsal iktisatçılar tarafından belirtilen tipik bir özellik ise kayıplardan kaçınmadır. Klasik teorilere göre aynı oranda kazanç veya kayıp kişiler tarafından benzer tepkiler ile karşılaşırsa, davranışsal

finansla göre kişiler genellikle kayıptan kaçınma eğiliminde olurlar (Kahneman ve Tversky, 1979). Bu özelliğin bir uygulaması hâlihazırda NEST (Birleşik Krallık) tarafından uygulanmakta ve standart fonlar ilk yıllarda daha düşük risk alacak şekilde tasarlanmaktadır.



Şekil 1x Klasik ve Davranışsal Yarar Fonksiyonları

Varsayılan fonun çeşitlendirme seviyesi bir başka kritik politika sorusudur. Standart portföy teorisi, uluslararası çeşitlendirme için temel bir gerekçe oluşturur: belirli bir varlığa, ihracıya, karşı tarafa, gruba veya pazara yüksek ağırlık vermekten kaçınarak, birbirleri ile düşük korelasyonu olan ve tamamlayıcı varlıklar ile etkin portföyler oluşturulabilir. İlgili bir çalışmada, (Pfau, 2009) gelişmekte olan piyasa ülkelerinin portföylerinin yaklaşık yarısının dünya varlıklarında olması gerektiğini göstermektedir.

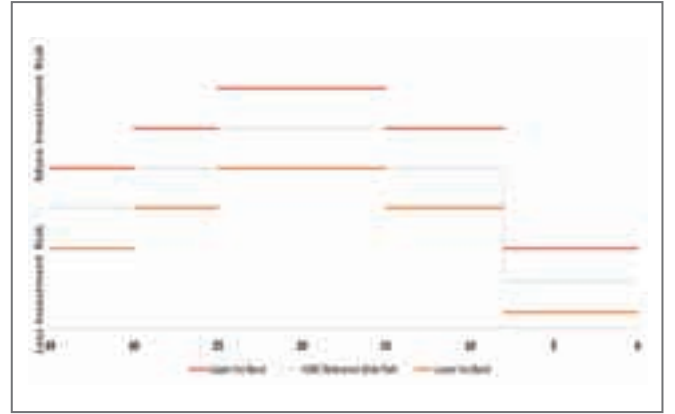
Bu görüşler ışığında, Türkiye’de standard/başlangıç fonlarının (i) bireylerin risk iştahı ve davranışsal özelliklerini dikkate alması (ii) çeşitlendirilmiş olması (iii) aktif olarak yönetilen ve piyasa ortamındaki risk / belirsizliklerin değişmesine cevap verebilecek nitelikte olması gerekmektedir.

### Risk Odaklı Yaşam Döngüsü Fonları

Yukarıda bahsi geçen tüm parametreler dikkate alındığında, Türkiye bireysel emeklilik sisteminde standart fon olarak uygulanabilecek en etkin yöntemlerden bir tanesi olarak risk odaklı yaşam döngüsü fonları ön plana çıkmaktadır. Bu fonlar içerisinde belirli bir hisse ağırlığından başlayarak, ilerleyen yaşa göre hisse oranını düşüreren klasik hedef tarihli fon yapısı yerine riski temel alır. Böylelikle, yaş ilerledikçe fonun hedeflediği risk seviyesi düşürülerek, katılımcıların yaş profiline uygun varlık dağılımı hedeflenmektedir.

Düşük korelasyonlu varlık sınıflarını birleştirmek, portföylerin beklenen getirilerini iyileştirirken, riskin de kontrol altında tutulmasını sağlamış olur. Literatürün öne sürdüğü gibi, çeşitlendirilmiş portföyler özellikle gelişmekte olan piyasalarda geleneksel olanlardan önemli ölçüde daha iyi performans göstermiştir. (Pfau, 2009) Bu nedenle, risk odaklı yaşam döngüsü fonlarında sadece yerel tahviller ve hisse senetleri gibi varlık sınıflarına değil, aynı zamanda farklı coğrafyalara da yatırım yapan bir portföy önerilmektedir.

Bununla birlikte piyasalarda oluşan getiriler ekonomik döngüler ile birlikte hareket eder ve özellikle oynaklığın arttığı dönemlerde temel değerlemelerden uzaklaşma eğilimi gösterirler (Cochrane, 2011). Dahası, riskli varlık değerlemeleri çoğunlukla finansal piyasalardaki risk iştahı ile belirlenir ve belirsizlikler varlık getirilerinin oynaklığını belirlemede büyük bir rol oynar. (Bakaert et.al, 2006). Piyasaların bu iyi bilinen özellikle dinamik portföy stratejilerine de yansıtılmalıdır. Bu nedenle risk odaklı yaşam döngüsü fonlarının belirli aralıklar ile stratejik varlık dağılımlarını güncellemeleri gerekmektedir. Stratejik Varlık Dağılımı yapılırken ise standart portföy teorisi ve değerlendirme teknikleri kullanılarak, etkin portföyler oluşturulabilir.



Şekil x Risk Odaklı Yaşam Döngüsü Fonları

Türkiye’de emeklilik şirketleri bu yöntemi az sayıda (3 veya 4) fon kurarak uygulamaya alabilir, yaş ilerledikçe fonlar arasında otomatik geçişler sağlanabilir. Bu ürünler, klasik hedef tarihli fonlar ile kıyaslandığında daha az hisse senedi taşıyacak, farklı coğrafyalara ve varlıklara yatırım yapacak ve gelişmekte olan piyasa koşullarına daha uyumlu bir şekilde yerel varlıklardaki yüksek oynaklığa karşı yatırımcılarını koruyacaktır.



# BES ve OKS'de Pazar Payını Artırmak İsteyen Portföy Yönetim Şirketlerine Yol Haritası

**E**meklilik Gözetim Merkezi verilerine göre Türkiye'de Bireysel Emeklilik Sisteminde (BES) ve Otomatik Katılım Sisteminde (OKS) biriken fonların tutarı 21 Aralık 2018 tarihi itibarıyla 87.6 milyar TL ve 4.6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Yaklaşık 12 milyon katılımcıya ulaşan sistemde OKS'ye kademeli geçişle birlikte üçüncü faz büyük ölçüde tamamlanmıştır. Önümüzdeki dönemde çalışan nüfusun yaklaşık %40'ını kapsayacak olan Otomatik Katılım Sistemi ile birlikte fonlardaki büyüme trendinin sürdürülebilirliği, emeklilik birikimlerinin korunması ve artırılması, emeklilik döneminin planlanması, fon portföy dağılımlarının belirlenmesi daha da önem kazanacaktır. Bu çalışmanın amacı, BES'de ve OKS'de gerçekleşen yapısal dönüşümün değerlendirilmesi, şirketlerin rekabetçi ortama hazırlık süreçlerinin analizi ve pazar paylarında gözlenen değişimlerin sebeplerinin araştırılmasıdır.

Elde edilen bulgular emeklilik şirketlerinin (EŞ) fon yönetimi için portföy yönetim şirketleri (PYS) seçimindeki kriterlere ilişkin ipuçlarını vermekte, pazar payını artırmak isteyen portföy yönetim şirketlerine bir yol haritası sunmaktadır. Çalışma, 11 Ekim 2018 tarihinde 22. Finans Sempozyumunda sunulan "Bireysel Emeklilik Sisteminde 3. Faza Geçişin Emeklilik Şirketleri ve Portföy Yönetim Şirketlerine Etkileri Üzerine Bir Değerlendirme" başlıklı bildirinin güncellenmiş verilerle bir özetidir.

Bu çalışmada Türkiye'de bireysel emeklilik sisteminin gelişimi üç dönem halinde ayrıştılarak fazlar halinde değerlendirilmiştir. Belirlenen fazlar aşağıdaki gibidir:

1. 2003-2012 (Kuruluş ve büyüme dönemi)
2. 2013-2016 (Devlet katkısı dönemi)
3. 2017-halen (Otomatik katılım sistemi uygulaması dönemi)



**Engin Kurun**  
Doç. Dr., Piri Reis Üniversitesi

Özellikle 3. Faz olarak sınıflandırıldığı dönemde otomatik katılım sistemine geçişin bireysel emeklilik şirketleri ve portföy yönetim şirketlerine etkileri araştırılmıştır. Birinci bölümde Türkiye'de BES'in gelişimi ve OKS hakkında bilgiler, BES'in yıllar itibarıyla gelişimine ilişkin analizler bulunmaktadır. 3. Faza geçişin bireysel emeklilik şirketlerine ve portföy yönetim şirketlerine etkilerine ilişkin bulgular sırasıyla ikinci ve üçüncü bölümlerde incelenmiştir. Sonuç ve öneriler bölümünde ise elde edilen bulgulardan hareketle BES ve OKS'de Pazar paylarını artırmak isteyen şirketlere bir yol haritası sunulmuş, önümüzdeki dönemdeki trende ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır.

## Türkiye'de BES ve OKS'nin gelişimi

BES sistemi 2003 yılı Ekim ayında uygulamaya alındığından sistemin performansı 2004 yılından itibaren ele alınarak 2004-2012 döneminde değerlendirilmiştir. BES'in ilk fazında katılımcı sayısı 3 milyon adet, sözleşme adedi 3.5 milyon adet, fon tutarı ise 20 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

1 Ocak 2013 tarihinden itibaren uygulamaya alınan %25 devlet katkısı teşviki BES'de önemli bir reform olarak 2. Fazın başlangıç tarihidir. BES'in ikinci fazında katılımcı sayısı 6.6 milyon adet, sözleşme adedi 7.8 milyon adet, fon tutarı ise devlet katkı tutarı dahil 61 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlarla, gerek katılımcı sayısında dört yıl gibi bir sürede ilk fazdaki (9 yılda) katılımcı sayısından daha fazla katılımcıya ulaşılması, gerekse de fon tutarında devlet katkısı hariç %162 artış gerçekleşmesi devlet katkısının pozitif katkısını ispatlamaktadır. İkinci fazda katılımcı sayısı 2013'de %33, 2014'de %25, 2015'de %20, 2016'da ise %10 oranında azalan bir trend ile hızla artmıştır. İlk fazda üç yılda laşılabilen 1 milyon katılımcıya DK ile bir yıl içinde ulaşılması BES'de devlet

teşviğinin ne kadar önemli bir katalizör olduğunu ispatlamaktadır.

2017 yılına kadar tamamen gönüllü katılıma bağlı olan BES'de, 2017 yılı başından itibaren OKS uygulamasına geçilmiştir. OKS'ye talep artarken bu sürecin önceki yıllardaki artış hızını kesmesi yüzünden BES'e etkisi olumsuz olmuştur.

Üçüncü faz OKS ile başladığından ve OKS kademeli bir geçiş ile gerçekleşeceğinden hareket ile detaylı bir analiz amacıyla EGM verileri ile çeyrek dönemde gelişim Tablo-1'de incelenmiştir.

**Tablo-1: OKS'nin yıllar itibarıyla gelişimi (3. Faz)**

Tarih	Çalışan Sayısı (Bin kişi)	Sertifika Sayısı (Bin adet)	Fon Tutarı (Milyon TL)	Dönemsel Büyüme (%)
31.03.2017	649	672	107	
30.06.2017	2.516	2.537	400	%400
30.09.2017	3.276	3.342	1.203	%100
31.12.2017	3.417	3.498	1.793	%49
31.03.2018	3.836	3.955	2.427	%35
29.06.2018	4.109	4.264	3.073	%27
30.09.2018	4.959	5.148	3.833	%23
21.12.2018	5.016	5.222	4.577	%19

Kaynak: EGM istatistiklerinden yazar tarafından derlenmiştir.

OKS geçiş performansı incelendiğinde gönüllülük esasına dayalı BES uygulaması dönemlerinde sistemin ilk dokuz yılında ulaşılabilen, DK uygulamasında üç yılda ulaşılabilen 3 milyon katılımcı sayısına zorunlu geçiş ile birlikte dokuz ayın sonunda ulaşıldığı tesbit edilmiştir. Benzer şekilde biriken fon tutarında 3 milyar TL sınırı ilk fazda üç yılda gerçekleştiği halde, OKS'de 18 ay içinde bu tutara hızla ulaşılmıştır.

### Üçüncü faza geçişin Portföy Yönetim Şirketlerine Etkileri

BES ilk uygulamaya alındığında kurulmuş olan emeklilik şirketleri prensip olarak bir portföy yönetim şirketi ile sözleşme imzalamıştı. Gelişen zaman içinde katılımcıların emeklilik fonu birikimlerin hızla büyümesi, şirketlerdeki devir/birleşme işlemleri, portföy yönetim şirketlerinin belirli fonlardaki performansı emeklilik şirketlerinin farklı portföy yönetim şirketleri ile de fon yönetimi anlaşmaları yapmalarına imkan sağlamıştır. Ancak genel yaklaşım banka dominant para ve sermaye piyasalarında aynı grubun emeklilik şirketi fonlarının, aynı gruba ait portföy yönetim şirketi tarafından yönetilmesiydi.

BES'in ilk yılında Ak, Anadolu, Ankara, Aviva, Başak, Doğan, Garanti, Koç Allianz, Oyak, Vakıf, Yapı Kredi

Emeklilik şirketinin fonları sırasıyla Ak, İş, Eczacıbaşı, Ak, Ziraat, Dış, Garanti, Koç, Oyak, Vakıf, Yapı Kredi Portföy tarafından yönetilmekteydi. Emeklilik şirketlerinin benzeri bir dönüşüm portföy yönetim şirketlerinde de gerçekleşmiş ve özellikle 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda PYŞ'lerin bağımsızlığı esas alınarak uluslararası rekabet koşullarına uygun hale getirilmiştir. PYŞ'lerin yıllar itibarıyla yönettikleri varlık büyüklüğü incelendiğinde, eskiden yatırım fonu varlıkları daha fazla iken BES fonlarının hızlı gelişimi sonucunda 2014 yılından itibaren yönetilen varlıkların ağırlıklı bölümü EYF'ler olmuştur. Tablo-2'de yıllar itibarıyla kurumsal fonların ve PYŞ sayısının gelişimi sunulmuştur.

19 Aralık 2017 tarihinde Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü tarafından yayınlanan "Fon Tercih, Fon Dağılımı Değişikliği ile Bu Hakların Devrine İlişkin Genelge (2017/21)" ile PYŞ'lere BES katılımcıları, sponsor veya işveren tarafından kullanılan fon seçim hakkının devrine imkan tanınmıştır. 01.01.2018 tarihinde yürürlüğe giren Genelge ile PYŞ'ler Kanunda yan hizmetler kapsamında tanımlanan finansal planlama hizmeti sunma konusunda yetkilendirilmişlerdir. Bu son gelişmenin finansal okuryazarlık, robot danışmanlık (robo-advisory), finansal planlama alanında önemli etkiler yaratması beklenmektedir.

Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü tarafından 20.06.2017 tarihinde yapılan düzenleme ile bir emeklilik şirketi tarafından 4632 sayılı Kanun kapsamında sunulan emeklilik yatırım fonu net varlık değer toplamının yüzde kırkıdan fazlası, 01.01.2018 tarihinden itibaren aynı portföy yönetim şirketi tarafından yönetilemeyeceğine ilişkin esaslar belirlenmiştir. Buna göre ilgili emeklilik şirketinin 31.12.2017 tarihli toplam (BES ve OKS) emeklilik fonlarına ilişkin varlık değeri hesaplamaya esas alınacaktır. Bu hükme aykırılıkların şirketler tarafından içinde bulunulan yılın ilk iki ayı içerisinde giderilmesi gerekmektedir.<sup>1</sup>

**Tablo-2: Yönetilen varlık büyüklüğünün gelişimi (tutarlar milyar TL ve USD'dir)**

	YF (TL)	BFF (TL)	Toplam (TL)	Toplam (USD)	PYŞ Sayısı
2011	27	14	48	25	32
2012	30	20	56	32	35
2013	30	26	65	30	41
2014	33	38	82	35	48
2015	41	48	98	34	51
2016	47	61	122	35	52
2017	59	80	158	42	49
2018/03	64	83	168	42	51
2018/06	61	83	168	37	51
2018/09	MD	MD	170	28	55
2018/10	54	89	164	30	55
2018/11	MD	MD	167	32	54

Kaynak: TSPB, SPK, Takasbank verilerinden yazar tarafından derlenmiştir.

Türkiye’de 2018 yılı Mart ayından itibaren bir emeklilik şirketinin portföyünün azami %40’ı bir portföy yönetim şirketi tarafından yönetilebilmektedir. Uygulamaya geçiş ile birlikte emeklilik şirketleri minimum üç ayrı portföy yönetim şirketiyle çalışmaya başlamıştır. Bu kapsamda etkilerin değerlendirilmesi amacıyla 05.07.2018 tarihi itibarıyla PYS’lerin emeklilik şirketleri ile olan ilişkisini gösteren EK-3’deki matris oluşturulmuştur. Bu matrise göre elde edilen bulgular aşağıdaki gibidir:

- i. 51 PYS’den 27 adedi bireysel emeklilik fon yönetimi emeklilik şirketleri ile anlaşma imzaladığı tespit edilmiştir. Bu şirketlerden 10 tanesini bağımsız PYS’ler oluşturmaktadır. Bu yönüyle HM’nin düzenlemesi ile beklendiği şekilde az da olsa bağımsız PYS’ler de emeklilik pazarına girdiği gözlemlenmiştir.
- ii. Ağırlıklı olarak bir bankanın iştiraki konumundaki EŞ ve PYS’lerin konumlarını koruduğu görülmüştür. Azami %40 limiti nedeniyle hangi PYS’lerin daha çok tercih edildiği incelendiğinde özel bankaların iştirakleri olan EŞ’lerin kendi aralarında fon paylaşımı yaparken kamu EŞ’lerinin de benzer şekilde fon paylaştığı dikkat çekmektedir.
- iii. Asgari 3 PYS ile çalışmak durumunda olan EŞ’lerden Anadolu ve Avivasa sırasıyla beş ve altı PYS ile anlaştığı halde hiç kamuya ait PYS ile anlaşmadığı tespit edilmiştir. Bereket EŞ’nin ise tercihini iki kamu, bir de bağımsız PYS olmak üzere üç PYS ile anlaştığı görülmektedir.
- iv. En fazla PYS ile çalışan EŞ’ler ise 11 ve dokuz ayrı PYS ile çalışan sırasıyla Fiba ve Vakıf EŞ olarak belirlenmiştir. Fiba EŞ’nin tam dokuz bağımsız PYS ile çalışması ve fonların kuruluşunda bu PYS’lerin ünvanlarına fonun ünvanında da yer verdiği tespit edilmiştir. Vakıf EŞ ise dokuz olarak belirlediği PYS’lerden sadece bir adedini bağımsız PYS’lerden seçtiği tespit edilmiştir.
- v. Asgari üç olarak belirlenen PYS sayısını maksimum üç limitinde uygulayan altı EŞ, dört limitinde uygulayan dört EŞ, beş limitinde uygulayan dört, 6-9-11 limitinde uygulayan 1’er EŞ bulunmaktadır.
- vi. En fazla sayıda emeklilik yatırım fonu yöneten PYS, 50 fon sayısı ile Ak PYS olurken, ikinci sırada 43 fon ile Garanti PYS, üçüncü sırada 40 fon ile İş PYS yer almıştır.
- vii. En fazla sayıda EŞ ile anlaşma imzalayan PYS sekiz EŞ ile İş ve Garanti PYS olurken, ikinci sırada altı EŞ ile HSBC ve Yapı Kredi PYS, üçüncü sırada Teb PYS yer almıştır.
- viii. Kamuya ait PYS’lerin tümü (Halk, Vakıf, Ziraat PYS) dört ayrı EŞ ile anlaşma sağlarken, Halk ve Ziraat PYS’nin her ikisi de aynı EŞ’leri (Bereket, Halk, Vakıf,

Ziraat EŞ) ile anlaşma imzaladığı tespit edilmiştir. ix. Faizsiz (katılım) yatırım yönetiminde uzmanlaşmış olan dört PYS (Albaraka, KT, Mükafat, Qinvest PYS) belirlenirken Albaraka ve Mükafat PYS bir adet, KT PYS üç adet, Qinvest dört adet EŞ’ye fon yönetim hizmeti sunduğu belirlenmiştir.

PYS’ler tarafından yönetilen varlıkların büyüklüğü 30.11.2018 tarihi itibarıyla 167 milyar TL’ye ulaşırken bu tutarın %50’si emeklilik fonu kaynaklıdır. Üçüncü faza geçiş ile birlikte ve özellikle azami %40 sınırının Mart ayı başından itibaren uygulanması ile PYS pazar payı sıralamasında dikkat çekici gelişmeler olmuştur. Bu durum karşılaştırmalı olarak Grafik-1’de ilk 10 PYS’nin paylarında 2017 yılsonu ve 2018 Kasım ayı sonundaki gerçekleşen pazar payları ile değerlendirilecektir. Buna göre:

- i. İlk 5 PYS’nin sıralaması değişmediği halde Pazar payları toplamı %71’den, %66’ya düştüğü tespit edilmiştir. Yapılan analizde, 5. sıradaki Ziraat Portföy payını %1 artırırken Ak ve Yapı Kredi PYS’nin %2, diğer PYS’lerin ise %1’er pay kaybına uğradığı sonucuna ulaşılmıştır.
- ii. İkinci 5’lik dilimde Deniz Portföy’ün yerine bağımsız PYS’lerden olan Azimut PYS’nin yerleştiği görülmektedir. Payını en çok artıran ve sıralamada yükselen HSBC PYS emeklilik fonlarının katkısı ile %3 olan pazar payını %6’ya çıkarmıştır. Halk ve Teb PYS %1 pazar payını artırırken Vakıf PYS payı değişmemiştir. Böylece ikinci beşlik dilimdeki şirketler %17 olan paylarını %22’ye yükseltmişlerdir.
- iii. HSBC PYS’de gözlemlenen pay artışı yaklaşık 5 milyar TL yönetilen fon büyüklüğüne denk gelmektedir. (Yönetilen fonlar 4.8 milyar TL’den 9.7 milyar TL’ye ulaşmıştır)

**Grafik-1: İlk 10 PYS Pazar payı (31.12.2017 (soldaki grafik) ve 30.11.2018 itibarıyla)**



*Kaynak: SPK portföy yönetim şirketleri verilerinden yazar tarafından derlenmiştir.*



iv. İlk 10 PYŞ'nin pazarı temsil gücü %88'den %87'ye düşmüş, eksilen bu payın diğer PYŞ'ler tarafından paylaşıldığı gözlemlenmiştir.

v. Yapılan analizde pazar payını artıran faktörün emeklilik fonu artışından kaynakladığına yönelik bir tespit yapmamıza karşılık kaynak olarak kullanılan SPK tarafından yayınlanan portföy yönetim şirketleri istatistiği BES, OKS, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, devlet katkı fonu, özel portföy yönetim toplamı olarak verildiğinden bu kısımlarda ani giriş/çıkışın pazar payını etkileyebileceği de dikkate alınmalıdır.

Bilindiği gibi 20 Eylül 2018 tarihinde T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından duyurulan Yeni Ekonomi Programında (YEP) güçlü bir kurumsal finansman şirketi oluşturmak ve kamu portföy yönetim şirketlerinin birleştirilmek suretiyle güçlü bir alım kapasitesi, ortak süreç, ortak ürün ve hizmetler hayata geçirilmekte, böylece grup içerisinde ölçek ekonomisinden yararlanılarak verimlilik artışı sağlamak amacıyla kamu bankalarına ait portföy yönetim şirketlerinin birleştirilmesi kararı yer almıştır. Bu kapsamda Halk Bankası'nın bağlı ortaklığı Halk PYŞ ile Vakıfbank'ın bağlı ortaklığı Vakıf PYŞ'nin paylarının tamamı, 2 Ocak 2019 tarihi itibarıyla Ziraat PYŞ tarafından satın alınmıştır. Bu birleşmenin yarattığı sinerji ve oluşturulan alım kapasitesi sonucunda Grafik 1'deki PYŞ payları yeniden değişebilecektir. SPK Kasım ayı verilerine göre oluşacak yeni yapı ile Ziraat PYŞ kısa bir süre sonra en yüksek pazar payına sahip şirket konumuna gelecektir. İş Portföy'ün sektörün kuruluşundan itibaren elinde bulundurduğu liderliği de el değiştirebilecektir. Ayrıca Ziraat, Vakıf ve Halk E.Ş.'nin Ziraat PYŞ tarafından yönetilen fonlarından %40'ı aşan kısmı için diğer PYŞ'lerin payını artırma imkanı da oluşmuştur. Özellikle hisse senedi, yabancı menkul kıymet fonları, katılım fonları, esnek fonlar gibi alanlarda potansiyel gözükmemektedir. Satın alma işlemi sonrasında, Ziraat PYŞ'nin yöneteceği Ziraat, Halk ve Vakıf Emeklilik şirketlerinin maksimum EYF tutarı tablo 3'de 7.1 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

**Tablo-3: Ziraat PYŞ'nin Halk ve Vakıf PYŞ paylarını devralması sonucu (21.12.2018 itibarıyla)**

(Milyon TL.)	BES	OKS	DK	Toplam	40%
Ziraat Emeklilik	3.697	1.152	711	5.560	
Vakıf Emeklilik	6.120	639	859	7.618	
Halk Emeklilik	3.322	777	611	4.710	
Toplam	13.139	2.567	2.181	17.887	7.155
Genel Toplam	76.310	4.577	11.287	92.174	
Kamu Payı (%)	17%	56%	19%	19%	

Kaynak: EGM, BES ve OKS verilerinden yazar tarafından derlenmiştir.

“Buyside” imkanı genişleyen kamunun bu fonları altyapı fonu, stratejik sektör yatırımları, katılım fonları, girişim/gayrimenkul fonları gibi alanlara yönlendirmesi beklenebilir. Ayrıca, oluşturulan güçlü kamu PYŞ'sinin Varlık Fonu tarafından görevlendirilmesi, vakıfların fon yönetimini üstlenmesi, işsizlik fonu, DASK, kıdem tazminat fonu yönetiminde etkin rol alması da olasılık dahilindedir. 2010-2013 yıllarında görev yaptığım Ziraat PYŞ'de Halk Emeklilik kuruluş aşamasında Halk ve Vakıf Emeklilik fonlarının yönetimini bizim yapabileceğimizi iletmıştim ancak o dönemdeki kurumsal yapı Halk PYŞ'nin kuruluşunu gerçekleştirmişti. Altyapı fonlarının önemine dikkat çekerek bu potansiyelin Ziraat PYŞ'yi güçlendirerek hayata geçirilebileceğini raporlamıştım ve inorganik büyüme fırsatlarına dikkat çekmiştim. Nitekim 2013 yılında Capital Dergisine verdiğim röportajda Ziraat PYŞ'nin kısa bir sürede ilk 3'e gireceğini bunun da BES yoluyla ve inorganik büyüme ile gerçekleşeceğini belirtmiştim.

Bu yeni oluşturulan kurumsal finansman imkanının sermaye piyasalarının ve portföy yönetim şirketlerinin gelişimine katkı sağlamasını diliyorum.

Bireysel emeklilik şirketlerinin fon yönetimi için PYŞ'leri belirleme süreçlerinde aşağıdaki kriterler dikkate alınmıştır:

- i. Kurumsal yapı,
- ii. Fon yönetim tecrübesi ve insan kaynağı,
- iii. Karar alma süreçleri,
- iv. Fon performansları,
- v. Teknik altyapı,
- vi. Otomasyona uygunluk ve dijital çözümler,
- vii. Risk yönetimi,
- viii. İç denetim ve raporlama,
- ix. Sürdürülebilir performans,
- x. Pazar payı,
- xi. Fon işletim gideri paylaşımı.

Emeklilik şirketlerinin PYŞ'leri belirlerken belli varlık sınıflarında yönetici belirlemek amaçlı mı, stratejik fon dağılımını sağlamak amaçlı mı yoksa sadece mevzuatın gerektirdiği şartları yerine getirmek için mi PYŞ seçimi yaptıklarını belirlemek için bir özel, bir kamu, bir de katılım esaslı faaliyet gösteren üç örnek seçilmiştir. Şirketlerin sürekli bilgilendirme formlarından hazırlanan detaylı analiz tabloları esas alınarak aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır:

- i. Emeklilik fonu payı sıralamasında 1. sırada olan ve kurucusu olduğu 25 BES, 10 OKS olmak üzere toplam 35 fonu bulunan Avivasa EŞ, 6 PYŞ ile çalışmaktadır. Seçilen PYŞ'ler pazar payında ilk 10'da yer alan

şirketlerdendir. 35 fonun 19'u Akportföy tarafından, 7'si HSBC PYS, 3'er adedi Garanti ve Yapı Kredi PYS, 2 İş Portföy, 1 Teb PYS tarafından yönetilmektedir. OKS fonlarının tamamı (8 adet) Akportföy tarafından yönetilirken, sadece tek türde yönetirmek amaçlı bir tercih devlet katkı fonunun Teb PYS'ye verildiği tespit edilmiştir. Diğer PYS'lere aktarılan fonlarda varlık sınıfı özelinde bir tercihte bulunulmadığı sonucuna varılmıştır. Aktarılan fonların yatırımcı sayıları incelendiğinde orada da özel bir kriter belirlenmediği anlaşılmıştır.

ii. Kamu EŞ'lerinden olan Vakıf EŞ 9 PYS ile çalışmaktadır ve 34 fonun 22'si BES, 12'si OKS fonudur. Seçim kriterlerinde en belirgin unsur olarak diğer kamu EŞ'lerine aktarım yapıldığı tespit edilmiştir. Vakıf PYS dahil tüm kamu PYS'lerin payı %86 olarak belirlenmiştir. Para piyasası ve katkı fonlarını diğer kamu PYS'lerine aktarıldığı Vakıf PYS'de OKS ve standart fonların yönetildiği sonucuna ulaşılmıştır. Kamu dışı da belirlenen PYS'lerden 3'ü ilk 10 arasından seçilmiştir. Kalan 3 PYS'den ICBC ve KT PYS'ye 1'er adet, Actus PYS'ye 5 adet fon aktarılmıştır. Seçim kriterinde belirlenmiş varlık sınıfı, katılımcı sayısı veya fon büyüklüğü gibi belirgin bir bulgu elde edilememiştir.

iii. Katılım esaslı fonlar kuran ve bu konuda faaliyet gösteren Katılım EŞ'nin toplam 11 fonunun 7'si BES, 4'ü OKS fonudur. Katılım EŞ, ilk 10'dan 1 şirket (Vakıf PYS) seçerken, diğer tercihlerini katılım fonlarını yöneten PYS'lerden yana kullanmıştır. Qinvest PYS'ye 6 fon, KT ve Albaraka PYS'ye 2'şer, Vakıf PYS'ye 1 fon aktarılmıştır. OKS fonları Vakıf PYS hariç diğer 3 PYS'ye paylaştırılırken, Vakıf PYS'ye altın katılım fonu verildiği gözlemlenmiştir. Önceki örneklerde OKS fonları genelde tek PYS'de tutulurken bu örnekte OKS fonları ayrı PYS'lere aktarılmıştır. Seçim kriteri olarak katılım fonu yönetiminde uzman PYS'lerin tercih edildiği tespit edilmiştir.

Emeklilik şirketlerinin rekabetçi ortam yaratmak kadar performansı ödüllendirici anlaşmalar yaptıkları da dikkat çekmektedir. Bir bölüm EŞ fon işletim gideri paylaşım oranını (%5-10) arasında belirlerken (ortalama %7), bir bölüm EŞ'ler %5 ile başlayan ancak PYS'nin performansına bağlı olarak iki katını aşan oranda kademeli anlaşmalar yaptıkları görülmüştür. Fon işletim gideri paylaşım oranlarındaki bu gelişmeler başka bir araştırma konusu olduğundan ayrıntılı analiz yapılmamıştır.

## Sonuç ve Öneriler

Açıktır görülmektedir ki, özellikle portföy yönetim şirketlerinde kartlar yeniden dağıtılmış ve pazar payı rekabeti iyice artmıştır.

Dünyadaki trendler dikkate alındığında BES'in altyapısının doğru kurgulanması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Sistemdeki katılım yeterince büyümeyi desteklemediğinden 2. ve 3. Fazlarda devlet müdahalesi/katkısı gerekmiştir. Özellikle 3. Faza geçiş ile birlikte toplumun daha fazla kesimi BES ve OKS yoluyla emeklilik planları ile tanışmış, cayma hakkını kullanan %61 oranında çalışana rağmen sistem büyümeye devam etmiştir. 2018 yılı içinde 100 milyar TL'yi aşması beklenen BES'de EŞ ve PYS'lerin rolü ve sorumluluğu da giderek artmaktadır.

Emeklilik planlamasının önem kazandığı günümüzde, şirketlerin lisanslı finansal danışmanlar ile çalışması, uluslararası nitelikte sertifikalı finansal danışmanların (Certified Financial Planner – CFP) bu hizmetleri sağlaması şirketlere değer katacağı düşünülmektedir. Finansal okuryazarlık açısından da şirketlerin her eğitim seviyesinde bireysel emeklilik, tasarruf yönetimi, birkim konularında etkinliklerde bulunması, bu konuda çalışan dernek ve kurumlara sponsorluk sağlaması önemlidir.

Hazine Müsteşarlığı düzenlemesi uyarınca OKS'ye geçiş ile birlikte EŞ'lerinin pazar paylarında dikkat çekici değişimler gözlemlenmiştir. Benzer şekilde 2018 yılı Mart ayı başından itibaren uygulanmaya başlanan bir EŞ portföyünün %40'dan fazlasını aynı PYS yönetmesi kuralı ile PYS'lerin pazar paylarında dikkat çekici kaymalar gerçekleşmiştir.

2019 yılı Ocak ayı itibarıyla başlayan 5-9 kişi çalışan işyerlerini kapsayan OKS'ye geçişle birlikte 283 bin şirkette çalışan yaklaşık 2 milyon yeni katılımcının ilk 3 ay içinde sisteme girişi beklenmektedir. Ayrıca yapılan yeni düzenleme ile özel sandıklarda bulunan 150 bin kişinin de 2019 yılı Ocak ayı sonuna kadar BES'e geçişi gerçekleştirilecektir. Bu da sektörde hareketliliği artıracaktır. Bu çalışmada kamuya açık kaynaklar (SPK, EGM, Sürekli Bilgilendirme Formları) kullanılarak EŞ'lerin ve PYS'lerin yapısal dönüşümleri, reformlardan nasıl etkilendikleri, pazar payını artırmak için gerekenlerin neler olduğu, EŞ'lerin PYS seçim kriterlerinin ne olduğuna ilişkin analizler yapılmıştır. Elde edilen bulgular EŞ ve PYS'lere yol haritası niteliğinde değerlendirilebilir.

**EK-1: Emeklilik Şirketlerinin BES Fon Tutarı ve Katılım Sayısına göre Pazar Payları Analizi (29.06.2018 tarihi itibarıyla)**

Kurum Kodu	Kurum Adı	BES Fon Tutarı (milyon TL)	Pazar Payı (%)	Sıra Sıfırı	Katılımcı Sayısı (bin)	Pazar Payı (%)	Sıra Sıfırı
ANM	AEGON EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	131	0,19	17	40	0,27	16
KHM	ALLIANZ HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.	2.316	3,31	9	106	1,52	12
HYS	ALLIANZ YAŞAM VE EMeklİLİK A.Ş.	9.762	13,73	4	767	10,98	4
AEM	ANADOLU HAYAT EMeklİLİK A.Ş.	13.100	18,43	2	1.141	16,34	2
AHS	AVIVASA EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	13.991	19,67	1	870	12,46	3
AHY	AXA HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.	331	0,47	16	36	0,52	17
ASH	BEREKET EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	331	0,47	15	105	1,50	13
FRE	BNP PARIBAS CARDIF EMeklİLİK A.Ş.	1.883	2,65	10	187	2,68	11
FEM	CİGNA FİNANS EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	633	0,89	14	99	1,42	14
FBIH	FİBA EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	1.364	1,92	11	97	1,39	15
GEM	GARANTİ EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	10.548	14,84	3	1.199	17,17	1
HEM	HALK HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.	2.936	4,16	7	530	7,59	6
KEM	KATILIM EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	964	1,36	13	213	3,05	9
DEN	METLİFE EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	1.352	1,90	12	191	2,74	10
IEM	NN HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.	2.390	3,44	8	264	3,79	8
VEM	VAKIF EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	8.577	11,94	5	520	7,45	7
ZEM	ZİRAAT HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.	2.210	3,12	6	617	8,84	5
	<b>TOPLAM</b>	<b>71.091</b>	<b>100,00</b>		<b>6.983</b>	<b>100,00</b>	

Kaynak: EGM İstatistiklerinden yazar tarafından hesaplanmıştır.

**EK-2: Emeklilik Şirketlerinin OKS Fon Tutarı ve Katılım Sayısına göre Pazar Payları Analizi (29.06.2018 tarihi itibarıyla)**

Kurum Kodu	Kurum Adı	OKS Fon Tutarı (milyon TL)	Pazar Payı (%)	Sıra Sıfırı	Katılımcı Sayısı (bin)	Pazar Payı (%)	Sıra Sıfırı
ANM	AEGON EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.						
KHM	ALLIANZ HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.	180	1,86	7	296	7,20	7
HYS	ALLIANZ YAŞAM VE EMeklİLİK A.Ş.	317	3,22	4	400	9,88	6
AEM	ANADOLU HAYAT EMeklİLİK A.Ş.	286	2,91	5	430	10,46	5
AHS	AVIVASA EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	29	0,29	12	48	1,17	13
AHY	AXA HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.	14	0,14	15	13	0,32	15
ASH	BEREKET EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	76	0,77	10	129	3,14	10
FEM	CİGNA FİNANS EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	27	0,27	13	66	1,61	12
FBIH	FİBA EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	24	0,24	14	43	1,05	14
GEM	GARANTİ EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	228	2,32	6	432	10,91	4
HEM	HALK HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.	524	5,35	2	564	13,73	2
KEM	KATILIM EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	84	0,86	8	148	3,68	8
DEN	METLİFE EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	46	0,47	11	73	1,79	11
IEM	NN HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.	71	0,72	9	147	3,58	9
VEM	VAKIF EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.	427	4,34	3	496	12,67	3
ZEM	ZİRAAT HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.	360	3,64	1	816	19,86	1
	<b>TOPLAM</b>	<b>1.073</b>	<b>100,00</b>		<b>4.100</b>	<b>100,00</b>	

Kaynak: EGM İstatistiklerinden yazar tarafından hesaplanmıştır.

**EK-3: Emeklilik Şirketlerinin Fonları Yaratılan İşletmelerin Sermaye Kalanları ve Sermaye Kalanları (%) (31.12.2018 tarihi itibarıyla)**

Şirket Adı	Yaratılan İşletmelerin Sermaye Kalanları (%)
ANM	
AEM	
AHS	
AHY	
ASH	
BEM	
DEN	
FBIH	
FEM	
FRE	
GEM	
HEM	
HYS	
IEM	
KEM	
KHM	
VEM	
ZEM	

EŞ Kodu	Kurum Adı
AEM	ANADOLU HAYAT EMeklİLİK A.Ş.
AHS	AVIVASA EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.
AHY	AXA HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.
ANM	AEGON EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.
ASH	BEREKET EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.
BEM	GROUPAMA EMeklİLİK A.Ş.
DEN	METLİFE EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.
FBIH	FİBA EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.
FEM	CİGNA FİNANS EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.
FRE	BNP PARIBAS CARDIF EMeklİLİK A.Ş.
GEM	GARANTİ EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.
HEM	HALK HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.
HYS	ALLIANZ YAŞAM VE EMeklİLİK A.Ş.
IEM	NN HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.
KEM	KATILIM EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.
KHM	ALLIANZ HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.
VEM	VAKIF EMeklİLİK VE HAYAT A.Ş.
ZEM	ZİRAAT HAYAT VE EMeklİLİK A.Ş.

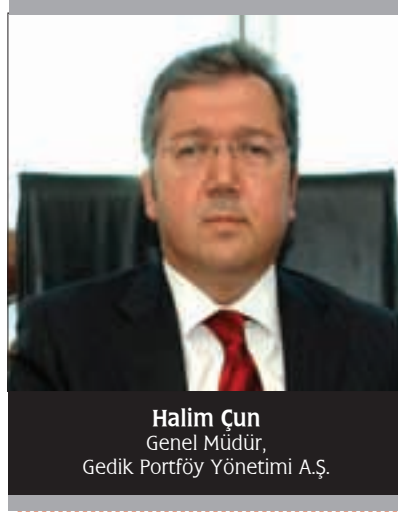
## Girişim Sermayesi Ürünleri Kurumsal Yatırımcıların Desteğiyle Hayat Buluyor

### Gedik Portföy Boğaziçi Ventures Girişim Sermayesi Fonu ile Start-up Ekosistemine Önemli Katkı

**Y**atırım fonları sektörü 2018 yılında ciddi kan kaybına uğramasına karşın, alternatif yatırım fonlarının özellikle de Girişim Sermayesi Yatırım Fonları'nın ciddi bir gelişme sağladığı görüldü. Küresel piyasalarda Emeklilik Fonlarının ve Varlık Fonlarının önemli miktarda yatırım yaptığı bu fon türünün SPK'nın Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4) düzenlemesi ile ülkemizde de gelişerek reel sektöre ve sermaye ihtiyacındaki girişimlere önemli bir kaynak oluşturmasını beklemekteyiz. Gedik Yatırım, yaklaşık beş yıldır Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (son olarak HUBVC) ve StartersHUB aracılığı ile girişim sermayesi alanında sürdürdüğü tecrübelerini bu kez, Gedik Portföy Boğaziçi Ventures Girişim Sermayesi Yatırım Fonu ile farklı bir platforma taşıdı.

#### Gedik Portföy Boğaziçi Ventures Girişim Sermayesi Yatırım Fonu

Gedik Portföy Boğaziçi Ventures Girişim Sermayesi Fonu (GBV);



**Halim Çun**  
Genel Müdür,  
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.

Boğaziçi Ventures'ın, Gedik Portföy Yönetimi işbirliği ile Türkiye odaklı ve büyüme aşaması gelmiş teknoloji start-up'larına yatırım yapmak üzere kurduğu girişim sermayesi yatırım fonudur.

Türkiye ekosistemi özellikle büyüme aşamasındaki teknoloji start-up'ları için fon bolluğunun olmaması, ilgili alanlarda mentörlük, küresel network ve yurtdışı tecrübe eksikliği gibi bazı zorluklara sahne olduğundan, ekosistem açısından fayda alanının ve yatırımcı açısın-

dan fırsatın da büyüme aşamasında olduğu anlaşılabilir. Bir sonraki aşama için atılma ihtiyacı duyan büyüme aşamasındaki start-up'ların, fon ve mentörlük konularındaki ihtiyaçları, VC'ler açısından ortalama %25 gibi yüksek bir hisse alma imkanı doğurduğundan, ortalama senaryoda yıllık getiri USD bazında %32 olarak öngörülmektedir. Türkiye'nin teknoloji girişimleri açısından genç nüfusu, akıllı telefon kullanım yüzdesi, göreceli olarak ucuz olması, coğrafi olarak yeni teknolojilerin doğup geliştiği doğu ile gelişmiş batı dünyası arasındaki birleşim noktasında bulunması gibi sebeplerle uygun bir ortam sağlamasını da, fonun başarısı açısından önemli bir faktör olarak görmekteyiz. Fonun yatırım yapacağı büyüme aşaması teknoloji girişimlerinde aranan özellikler, ürünün hazır ve ticarileşmeye elverişli olması, yetkin ve yetenekli çalışma ekiplerinin bulunması, iş modelinin çalıştığı gösteren bir gelire sahip olması, akıllı paraya ihtiyaç duyan ve işbirliğine açık kuruculara sahip bulunması olarak sayılabilir. Bununla beraber, girişimlerin Türkiye'de kurulu ancak



yurtdışına “exit” kabiliyetine sahip olmaları da en önemli beklentilerden biri olarak gösterilmektedir. GBV Fonu 300 milyon TL büyüklüğe ulaşmayı ve online oyunlar, fintech, IoT, yapay zeka, makine öğrenimi, eğitim, e-spor, blockchain, yeni medya, büyük veri gibi alanlarda faaliyet gösteren 60 kadar start-up’a yatırım yapmayı hedeflemekte olup, yatırım süresi beş yıl ve fonun süresi yedi yıl olarak planlanmaktadır.

Yatırım yapılacak girişimlerin online başvurusu ya da ekosistemdeki geniş ilişki ağından gelecek başvuruların yatırım komitesi tarafından değerlendirilmesi ile başlayan yatırım sürecinde, seçilmiş 60 kadar girişime yaklaşık beş sene zarfında, 750 bin ile 10 milyon TL arasında ve ortalama 4,5 milyon TL yatırım yapılması düşünülmektedir. Türkiye, yılda yaklaşık 1.000 adet girişimin doğduğu, girişimcilik açısından zengin bir ekosisteme sahip olduğundan 60 girişime ulaşılmasının zor olmayacağı öngörülebilir. Yatırım Komitesinin yatırım kararından sonra, GBV Fonu’nun yatırım yapacağı girişimlerin yönetim kurullarına üye atayıp, gelişim süreçlerini takip ederek, sahip olduğu geniş iş ağı ile süreci destekleyerek ve son aşamada, yurtdışı tecrübesi ve ağını kullanarak başarılı bir exit sürecine girilmesini sağlayarak, söz konusu girişimlere değer katmayı planlanmaktadır. Fonun yatırımcıları arasında, 1514 sayılı kanun kapsamında, İTÜ ve Hacettepe gibi Türkiye’nin en önemli teknoparklarından beş tanesi ile birlikte TÜBİTAK ve Hazine Bakanlığı, bireysel emeklilik fonları ve portföy yönetim şirketleri, Türkiye’nin önemli kurum, organizasyon ve vakıfları ile iş dünyasından ve geleneksel sermaye sahibi varlıklı bireyler bulunmaktadır. Bilindiği gibi girişim

“ Gedik Portföy Boğaziçi Ventures Girişim Sermayesi Fonu (GBV); Boğaziçi Ventures’ın, Gedik Portföy Yönetimi işbirliği ile Türkiye odaklı ve büyüme aşaması gelmiş teknoloji start-up’larına yatırım yapmak üzere kurduğu girişim sermayesi yatırım fonudur. ”

sermayesi yatırım fonları, bireysel ve kurumsal yatırımcılara önemli vergi avantajları sağlamaktadır. GBV Fonu’nun yatırım yapacağı girişimlerin değerlemeleri kanuni zorunluluk kapsamında en az senede bir kez yapılacak olup, ara süreçte yatırım yapılan şirketlerden bazılarının değerlerinde oluşabilecek anlamlı değişikliklerin fonun değerine zamanında yansıtılabilmesi açısından ara değerlendirme de söz konusu olabilecektir. Fon, İslami finans prensiplerine uyumlu olarak kurulmuştur ve ISFA (İslami Finans Akademisi) fetvasına sahip bulunmaktadır. GBV Fonu şu an yatırımcı kabulü sürecinde olup, 31 Ocak 2019 tarihindeki ilk kapanışın ardından 30 Haziran 2019 tarihinde final kapanışını yaparak yatırım sürecine başlayacaktır. Fona yatırım taahhüt şeklinde olup, nakit talepleri dört sene zarfında çağrı ile yapılacaktır.

## BOĞAZIÇI VENTURES KİMDİR?

Boğaziçi Ventures, kendileri de girişimcilikten gelen Barış Özistek, Burak Balık, Kazım, Kazım Akalın ve Bora Çetinoğlu tarafından 2013 yılında; büyüme aşamasındaki teknoloji start-up’larına stratejik ve finansal alanlarda destek olmak üzere kurulmuş bir girişim sermayesi firmasıdır.

Boğaziçi Ventures’ı ekosistemdeki diğer girişim sermayesi şirketlerinden farklı kılan, girişimciler açısından en önemli ihtiyacın ve yatırımcı açısından da en önemli fırsatın bulunduğu “büyüme aşaması” fonlara odaklanmış olmasıdır. Bununla beraber kurucularının tamamının, bugüne kadar toplam 100 adet girişime yatırım yapmış kişiler olarak girişimcilik dünyasının içinden gelmesi ve başarılı exit geçmişine sahip olması da ayırt edici özelliklerinden birisidir. Türkiye’nin en büyük girişim hızlandırma merkezi olan Starters Hub’da 53 yatırım, profesyonel çeviri platformu Protranslate, servis satıcıları ve alıcılarını buluşturan pazar yeri SadeceOn, yeni medya ve influencer marketing alanında faaliyet gösteren CC Media, Avrupa’nın en büyük e-sports arenası olmaya aday ESA bu yatırımlardan bazıları olarak sayılabilir.

## Mükafat Portföy'den üç yeni Alternatif Yatırım Fonu

**I**slam Kalkınma Bankası iştiraki ICD ve Aktif Bank ortaklığıyla 2016 yılında kurulan, Türkiye'nin ilk faizsiz likit fonunun kurucusu Mükafat Portföy, 2018 yılında katılım fonları ile birlikte hedef kitlesi nitelikli yatırımcılar olan girişim sermayesi yatırım fonlarında (GSYF) ve gayrimenkul yatırım fonlarında (GYF) da büyümeye devam ederek ürün yelpazesini genişletti.

### Yatırımların yeni trendi Gayrimenkul Yatırım Fonları

Mükafat Portföy, yeni kurulan ve katılım paylarının satışı gerçekleştirilen Ataşehir Metropol GYF, İstanbul Ataşehir Metropol projesi ve İstanbul Finans Merkezi'nde bulunan konut, ofis ve dükkanlardan oluşan bağımsız üniteleri portföyüne ekledi. Süresiz olan ve yıl sonu itibariyle 300 milyon TL büyüklüğe ulaşan fonun, ayrıca Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlaması planlanıyor.

### Türkiye'deki girişim ekosisteminde Mükafat Portföy

Mükafat Portföy, 2017 yılında kurulmuş olan 50 milyon TL büyüklüğünde Buket GSYF'ye ek olarak 2018 yılında iki adet yeni GSYF



**Kağan Candan**  
Genel Müdür  
Mükafat Portföy Yönetimi A.Ş.

kurdu. Bunlardan biri olan Yaprak Yenilenebilir Enerji GSYF, kurucu ana ortağı olan Aktif Bank'ın da yatırım hedeflerinin olduğu, yenilenebilir enerji üretimi alanında faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapıyor. Güneş, biyokütle, jeotermal, rüzgar, hidrolik, hidrojen, dalga, gelgit enerjisine yatırım yapacak ve 100 milyon TL büyüklüğüne gelmesi planlanan fon, enerji sektörünün yüksek dinamiğinden faydalanırken, istikrarlı yüksek verim vaat eden güneş enerjisi santrallerini öncelikli yatırımları olarak belirliyor. Fonun süresinin tasfiye süresi dâhil yedi yıl olması planlandı.

Türkiye'deki girişim ekosistemine yatırım inancı ile Mükafat Portföy

2018'de ikinci olarak TechInvestors GSYF'nin kuruluşunu gerçekleştirdi. Öncelikli olarak enerji, sağlık, tarım ve finans teknolojileri ile nesnelere interneti, yapay zeka teknolojileri sektörlerinde teknoloji geliştirme ve üretme kabiliyetine sahip şirketlere yatırım yapma planı bulunan ve TÜBİTAK ile başlatılan "Tech-InvesTR" programına kabul edilen fonlardan biri olan fonun hedef büyüklüğü 150 milyon TL. Söz konusu programın ilk kapanışının, TÜBİTAK ve Hazine Müsteşarlığı'nın katkısı ile 980 milyon TL olması planlanırken, son kapanışın yaklaşık 1 milyar 800 milyon TL'ye ulaşması hedefleniyor. Dolayısıyla, ülke ekonomisine katma değer sağlayabilecek nitelikte KOBİ ölçeğindeki erken aşama teknoloji tabanlı şirketlerin, Ar-Ge ve yenilik faaliyetleri sonucu ortaya çıkan ürün ve teknolojilerini ticarileştirme süreçlerinde ihtiyaç duyacakları sermayeyi karşılayacak fonun süresinin tasfiye dahil 12 yıl olması planlandı.

Tüm ürün ve işlemleri için İslam Finans Danışman Kurulu'ndan uluslararası kabul görmüş "Faizsiz Finans İlkeleri"ne uygunluk alan Mükafat Portföy, 2019 yılında yeni alternatif fonlarının kuruluşunu planlıyor.

# Re-pie'dan Teknoloji Perakende Şirketi Getir'e Yatırım Yapan Girişim Sermayesi Fonu

## Re-pie Portföy Getir Girişim Sermayesi Yatırım Fonu

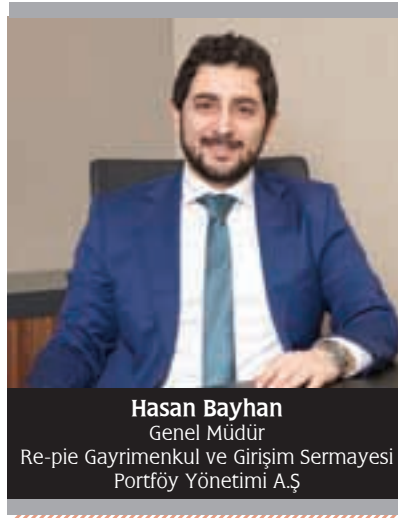
**K**urucusu Re-pie Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş olan Getir Girişim Sermayesi Yatırım Fonu katılma payları ihracına 2018 yılı Aralık ayında başladı.

Fonun yatırım stratejisi; girişim sermayesi yatırım fonu tebliğinin fon toplam değerinin en az yüzde 80'inin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımdan oluşması zorunluluğuna uyumlu olarak; tek bir şirkete (Getir Perakende ve Lojistik A.Ş) yatırım yapmaktır. Getir, 7/24 1000'den fazla ürünü 10 dakika civarı bir sürede tüketicinin ayağına götüren dünyadaki ilk ve tek iş modelidir. Şirket aylık olarak yaklaşık yüzde 10 büyüme göstermektedir.

Fon, şirkete sermaye artışı yöntemi ile yatırım yapacak olup bu yatırım ile şirket İstanbul operasyonlarını büyütüp ilave olarak Ankara, İzmir, Bursa ve Antalya'da genişlemesini sürdürecektir.

Fonun çıkış stratejisi, halka arz ve kontrol değişikliğinde hisselerini satış hakkı olup; yedi senelik fon süresi sonunda bu gerçekleşmez ise fonun hisselerini şirkete enflasyon + 3% bileşik getiri ile devir opsiyonu vardır.

**Girişim sermayesi yatırım fonlarında, şahıslar yüzde 10 stopaj öderken; şirket üzerinden yapılan**



**Hasan Bayhan**  
Genel Müdür  
Re-pie Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi  
Portföy Yönetimi A.Ş

### **yatırımlarda kar payında vergi yoktur ve yapılan yatırım miktarı kurumlar vergisinden indirilebilir.**

Getir Perakende ve Lojistik A.Ş'nin dünyadaki benzerleri yatırım alırken, cirolarının yaklaşık üç katı değerlendirme ile yatırım almışlardır. Fonun, yatırım yapacağı fiyat şirketin 2019 tahmini cirosunun yaklaşık 1.5 katına denk gelmektedir. Geleneksel alışveriş yöntemlerinde insanlar zaman kaybederken, Getir ile hem zaman hem ödeme kolaylığı kazanılır. Getir tahsilatı sadece uygulamaya kayıtlı kredi kartı üzerinden yapmaktadır. Kuzeyden su markası ise 7/24 damacana su teslimatı yapmakta ve bundan getirme ücreti tahsil etmemektedir. Depolarını franchise olarak tutan

Getir; ürünleri tedarikçilerden doğrudan satın almakta; teslimatı ise yaptıkları yatırım ile (dükkan, hafif ticari araçlar, motosiklet, kurye çalıştırma gibi) franchise yapmaktadır. Franchise performansı ve müşteri memnuniyeti sıkı bir şekilde izlenmekte ve gerekli aksiyonlar hızlı bir şekilde alınmaktadır.

Bir perakende şirketinden öte teknoloji şirketi olan Getir; BiTaksi tecrübesi olan Nazım Salur, gittigidiyor'dan exit eden Serkan Borançılı, Yandex kurucusu Arkady Volozh ve perakende sektöründe uzun yıllar geçirmiş olan Tuncay Tütek tarafından kurulmuştur.

Teknolojik altyapısı ve geniş yazılımcı kitlesi sayesinde depo konumu optimizasyonu, her bir ikmal merkezi için ayrıntılı işgücü planlaması, gerçek zamanlı pazarlama kampanyaları ve en ayrıntılı düzeyde talep tahmini yapılabilmektedir.

Getir'in önümüzdeki yıllarda daha büyük kitlelere ulaşmasını, maliyet yönetimi ve sepet performansı ile daha güçlü finansal performans göstermesini ve yeni şehirlerde tecrübesini kullanarak iş modelini tekrarlamasını bekliyoruz. Bu yaratılan katma değer hem fon performansına hem de ülkemize değer katacağına inanıyoruz.



## Ons Altın Yükselirken Brexit'e Dikkat!

*Küçük de olsa anlaşmasız Brexit ihtimalini düşünen yatırımcıların mutlaka portföylerinde altın yatırımı olması gerektiğine inanıyorum. Piyasa fiyatlamalarının ons altın yatırımcısı lehine (gelişmiş ülke faizleri aşağı / küresel risk iştahı aşağı / DXY aşağı) geliştiği ortamda, bireysel yatırımcı portföy yönetim şirketlerimizden dolar bazlı kıymetli metal fonlarına da yönelebilir.*





**İshık Ökte**  
Stratejist  
TEB Yatırım

**K**ıymetli metaller emtia grubu incelediğimiz dört ana emtia endeksinde biridir: Enerji – baz metaller – kıymetli metaller – tarım emtia. Petrol, doğalgaz enerji emtia içinde; bakır, alüminyum baz metaller içinde; şeker, mısır, pamuk, kahve ise tarım emtia içinde öne çıkanlardır. Dört ana emtia grubu içinde, Türkiye’de bireysel yatırımcı için öne çıkan tek grup ise kıymetli metallerdir. Çünkü Türkiye’de bireysel yatırımcılar altını alımı, satımı yapılan ve Comex/Nymex piyasasında vadelileri işlem gören bir emtia olarak değil, uzun vadeli bir yatırım aracı olarak görmektedirler. Dünyanın her köşesinde altının uzun vadeli bir yatırım aracı olarak görüldüğünü söylememiz zor... Türk kültürü ve gelenek-göreneklerimizle (düğünde ve doğumda altın takılmasından, ziynet eşyası kullanımına) bunu açıklamak daha doğru olacaktır düşüncesindeyim. Gram altın fiyatının sadece ons altın (XAUUSD) değil, liranın dolara karşı seyriyle değişmesi de döviz yatırımı düşünen

birey için gram altını cazip kılmaktadır. Ancak, altının küresel emtia fiyatlamasına bağlı bir seyri olduğunu da burada unutmamalıyız.

Ons Altın fiyatlamasını etkileyen üç ana faktör olduğu düşüncesindeyiz:

- 1) Gelişmiş ülkelerdeki faizlerin seyri;
- 2) Dolar endeksi (DXY);
- 3) Küresel risk iştahı

Üç ay öncesine kadar, Fed’in 2019 senesi için en az iki defa faiz artıracığı fiyatlaması yapıyordu. Gelişmiş ülke faizleri yükseliyor (10 yıllık ABD tahvil faizi %3.20; 10 yıllık Almanya tahvil faizi %0.55), ABD liderliğinde küresel büyümenin edeceği fiyatlanıyordu. Bu fiyatlama içinde, altın yatırım fonları (“ETF”) her hafta satış tarafında, serbest fonlar her hafta açığa satış tarafında çıkıyorlardı.

Fiyatlamalar kısa süre içinde 180 derece değişebilir...işte biz de bunu yaşadık. Bugün, Fed’in 2019’da sekiz toplantısında da faiz artıramayacağı (hatta 4. çeyrekte faiz indirme ihtimali daha yüksek fiyatlanıyor!), Çin’in büyüme eğrisinin %6.5 altına kırılacağı, Avrupa Merkez Bankası’nın aynı Fed gibi 2019’da faiz artıramayacağı, enformasyon teknoloji harcamalarının azaldığı, Apple’ın analistlere verdiği satış rakamlarını aşağı revize ettiği bir dünya var. Hisse senetlerinden çıkan para, SGMK ve altına giriyor. Altın yatırım fonları sekiz haftadır alımlarına devam ederken, bu dönemde ons altın fiyatı %8.1 yükseliyor. 10 yıllık ABD tahvil faizi %2.58, 10 yıllık Almanya tahvil faizi %0.18 seviyesine geriliyor.

Ons altında yedi senedir devam

eden aşağı trend kırılabilir mi? Bunu söylemek için bizce çok erken. Yalnızca, bir politik gelişme var ki bizce ons altını beş senelik zirvesi olan \$1392 üzerine atabilecek güçtedir (Son işlem: \$1291) İngiltere’nin Avrupa Birliği’nden çıkma sürecinin çok iyi yönetildiğini ve somut sonuçlar elde edildiğini söylememiz zor. “Hard Brexit” diye adlandırdığımız, iki taraf arasında anlaşmaya varılmadan ayrılığı uzak bir olasılık olarak görsek de şu anda kimse kesinlikle olamaz diyemiyor. Böyle bir ayrılığın ne anlama gelebileceği konusunda İngiltere Merkez Bankası’ndan net bir açıklama Kasım sonu gelmişti:

“Anlaşmaz Brexit olursa İngiltere yüzde 8 daralabilir, Sterlin yüzde 25 düşebilir, enflasyon yüzde 6.5’e çıkabilir, konut fiyatları yüzde 30 düşebilir; 2023 sonuna kadar İngiltere yüzde 1.25-10.5 arasında küçülebilir”

Küçük de olsa anlaşmaz Brexit ihtimalini düşünen yatırımcıların mutlaka portföylerinde altın yatırımı olması gerektiğine inanıyorum. Piyasa fiyatlamalarının ons altın yatırımcısı lehine (gelişmiş ülke faizleri aşağı / küresel risk iştahı aşağı / DXY aşağı) geliştiği ortamda, bireysel yatırımcı portföy yönetim şirketlerimizden dolar bazlı kıymetli metal fonlarına da yönelebilir. Gram altın yatırımcısına, 2019’da küresel gelişmelerin dolar endeksi aleyhine, EM FX (gelişen ülke kurları) lehine bir ortam gelişmekte olduğunu ve TL varlıklar içinde %37.4 getirilecek açık ara gram altının 2018 senesinde lider konumda olduğunu hatırlatmak isterim. Bu nedenle, yatırımın bir bölümünün gram altından onsa kaydırılması doğru olacaktır düşüncesindeyim.

# ALTERNATİF YATIRIM FONLARI

## ALTERNATİF YATIRIM FONLARI BÜLTENİ Aralık 2018

Re-pie Gayrimenkul ve  
Girişim Sermayesi  
Portföy Yönetimi A.Ş.



Türkiye'de alternatif yatırım fonu pazarı büyüklüğü Eylül 2018 itibari ile 3.588.812.657 TL 'ye ulaşmıştır.



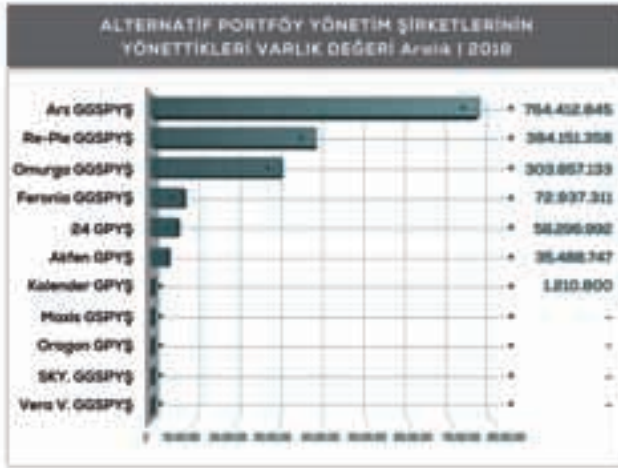
### Alternatif Yatırım Fonları :

Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonları tebliğlerinin 2014 yılında yayınlanmasını takiben, alternatif yatırım fonları kurulmaya başlanmış ve yatırımcılara bu yeni ve farklı yatırım araçları sunulmuştur. Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonu kurmak üzere SPK'dan yetki almış 5 tane Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetim Şirketi bulunmaktadır.

Sadece Gayrimenkul Yatırım Fonu kurmak üzere lisans almış 4 adet gayrimenkul portföy yönetim şirketi ve yalnızca Girişim Sermayesi Yatırım Fonu kurmak üzere lisans almış 2 adet girişim sermayesi portföy yönetim şirketi bulunmaktadır.

	GYF	GSYF
24 GPYŞ	✓	
AKFEN GPYŞ	✓	
ARZ GOSPYŞ	✓	✓
FERONIA GOSPYŞ		✓
KALENDER GPYŞ	✓	
MAXIS GOSPYŞ		✓
OMURGACI GOSPYŞ	✓	✓
ORAGON GPYŞ	✓	
RE-PIE GOSPYŞ	✓	✓
VENTURE V.GOSPYŞ	✓	✓
SKY GOSPYŞ	✓	✓

Bu 11 portföy yönetim şirketi dışındaki 43 genel lisanslı portföy yönetim şirketi de gerekli şartları sağlamaları halinde alternatif yatırım fonu kurabilmektedirler.



## GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

Bugüne kadar kurulan toplam GYF sayısı 38 iken Eylül tarihli SPK İstatistik Bülteni'ne göre bunlardan sadece 22 tanesi yatırım alabilmiştir. Fonların 2017 yılı içerisinde yatırım almaya başlamasının ardından yaklaşık bir buçuk sene içerisinde sektörün toplam büyüklüğü Eylül 2018 itibarıyla 3.6 Milyar TL'ye ulaşmıştır (Haziran: 3.1 Milyar TL). Aşağıdaki tabloda da görülebileceği gibi fonların yatırım stratejisi ağırlıklı olarak karmadır. Ancak varlık bazında veya tek bir gayrimenkul tipi için de kurulmuş gayrimenkul yatırım fonları bulunmaktadır.

20 Aralık 2018 tarihinde yapılan Tebliğ değişikliği ile; Katılma payı bedellerinin fon ihracı ve fona iade edilmesinde aynı olarak ödenebilmesi, Döviz cinsinden pay ihracının yapılabilmesi, ve Fona ilişkin reklam yapılabilmesi

ve diğer birçok konuda düzenlemelere gidilmiştir. Bu düzenlemeler sektör tarafından pozitif yorumlanmış ve gayrimenkul yatırım fonu pazarının büyümesi yönünden tetikleyici olacağı şeklinde değerlendirilmiştir.

### Kurulan GYF Sayısı: 38 (Aralık 2018)

FON'un KURUCUSU	KURULAN GYF SAYISI & GYF'ler
24 GPYŞ	2) A1; Akfen Boğaziçi, Ak-Zarraf, İkinci Ak-Zarraf, Plan B, Portakal Çiçeği, Prima
AKFEN GPYŞ	2) Birinci, İkinci
Akfen GPYŞ	1) Birinci
Alkantara GPYŞ	4) Betyahin, Dükkan, Metropol, One Tower
Arç GOSPYŞ	3) Birinci, İkinci, Üçüncü
Global HD GPYŞ	1) Tarhan 42 Caddede Ticaret
İç GPYŞ	1) Birinci
Kalender GPYŞ	2) KL-1 Trakya, Kinutlan
Legra GPYŞ	1) Birinci
Maxis GPYŞ	2) Yarıncı, Birinci Akaryakıt Sektörü
Omurgacı GOSPYŞ	1) Ufak Karma
Orçun GPYŞ	1) Birinci
Re-pie GPYŞ	1) Re-pie
Re-pie GOSPYŞ	6) Anadolu, Avrupa, Avrupa Maslak 1453, Milyum, Novada Urfa, Asya, Neo
Yeni GPYŞ	2) Birinci, İkinci
Venture V. GOSPYŞ	1) Fiyat

### Aktif GYF Sayısı: 22 (30.09.2018)

FON'un KURUCUSU	FON'un İNŞANI	TOPLAM DEĞERİ	YATIRIMCI SAYISI	YATIRIM STRATEJİSİ
İç GPYŞ	Birinci GYF	538.232.358	127	Orta
Alkantara GPYŞ	One Tower GYF	435.398.808	59	One Tower R
Alkantara GPYŞ	Dükkan GYF	425.025.075	98	Karma
Alkantara GPYŞ	Betyahin GYF	341.115.312	35	Betyahin
AK GPYŞ	Birinci GYF	187.820.011	170	Orta
Arç GOSPYŞ	Birinci GYF	173.844.034	25	Karma
Re-pie GOSPYŞ	Avrupa GYF	141.298.076	11	SPFpa Tc,PH
Arç GOSPYŞ	Birinci GYF	107.876.620	18	Karma
Orçun GPYŞ	Birinci GYF	75.728.874	1	Karma
Re-pie GOSPYŞ	Anadolü GYF	65.157.100	73	Arç-Anadolü
Re-pie GOSPYŞ	Avrasya GYF	43.059.785	12	Arç-Anadolü
24 GPYŞ	Alkantara GYF	31.48.348	1	Kid Genel
Orçun GPYŞ	Birinci GYF	25.825.547	1	Karma
Alkantara GPYŞ	Metropol GYF	12.019.032	1	Metropol İst.
24 GPYŞ	Prima GYF	7.671.041	6	Karma
Arç GOSPYŞ	Üçüncü GYF	6.077.682	7	Karma
24 GPYŞ	ALGYF	500.000	1	Karma
Kalender GPYŞ	Kinutlan GYF	389.403	3	Kinut
24 GPYŞ	Portakal Çiçeği GYF	250.000	1	Turizm
24 GPYŞ	Plan B GYF	100.000	1	Karma
Global HD GPYŞ	Tarhan 42 Caddede GYF	98.984	1	42 Caddede R
Kalender GPYŞ	Trakya GYF	10.400	1	Karma







## GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONLARI

Bugüne kadar kurulan toplam GSYF sayısı 34 iken Eylül tarihli SPK İstatistik Bülteni'ne göre bunlardan sadece 8 tanesi yatırım alabilmiştir. Eylül 2018 itibarıyla GSYF'lerin toplam büyüklüğü 977 Milyon TL dir. Kurulan GSYF'lerin yatırım stratejileri altyapı, şehir hastanesi, enerji, teknoloji ve KOBİ ağırlıklıdır; bugüne kadar gerçekleşen yatırımlar da bu sektörlerde olmuştur.

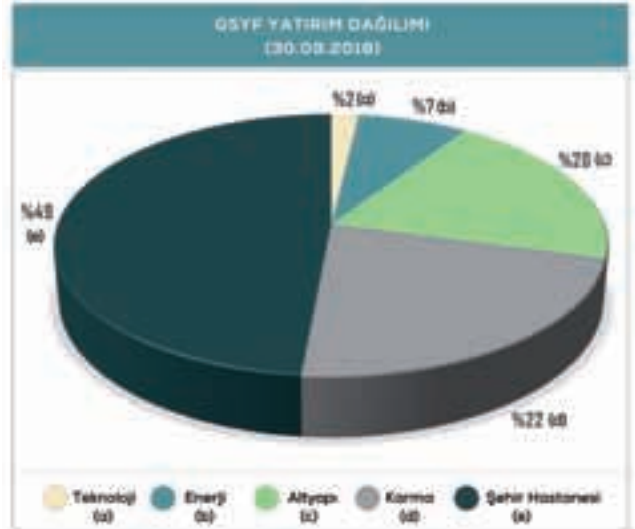
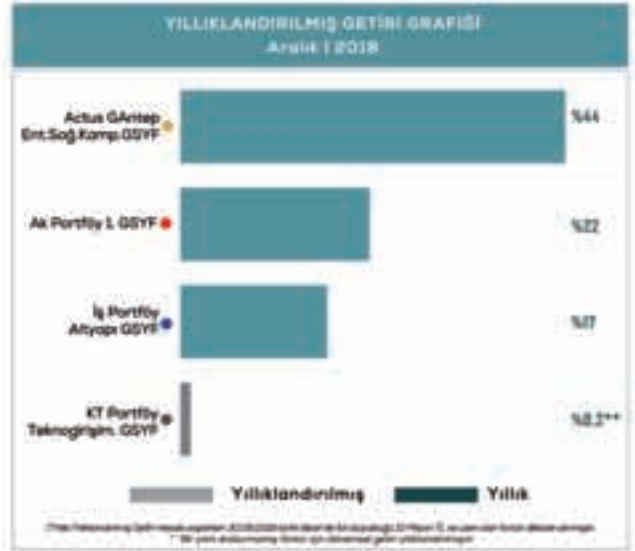
### Kurulan GSYF Sayısı: 34 (Aralık 2018)

FON'un KURUCUSU	KURULAN GSYF SAYISI & GSYF'ler
Actus PYS	3 Gaziantep Ent.Soğ.Kamp.GSYF, Logo Ventures Greenone Yen.Enerji
Ak PYS	8 Birinci, İkinci
Abant PYS	1 Fintech
Art GOSPYŞ	2 Birinci, İkinci
Azmut PYS	1 Sinema TV
Ferona GOSPYŞ	1 Yenilebilir Enerji Birinci
Deçir PYS	1 Birinci
Global HD PYS	3 Acilis, Venture Chemical Tankers, Turk Holding
İstanbul PYS	2 Bosphoriel, SÖF Soğuk Turizm ve Sanayi
İç PYS	1 Altyapı
KT PYS	5 Teknoloji, Green Power En., Miraj En., KOBİ, Turkapital
Maasid PYS	1 Birinci Lujistik
Mobis GOSPYŞ	1 Yenilenebilir
Mücafer PYS	4 Buket, Birinci KOBİ, Potent, Yagrak Yenilebilir Enerji
Ornurgu GOSPYŞ	1 Şirket Ortaklığı
Oyak PYS	1 Birinci
Orinvest PYS	1 Cam Birinci
Re-pac GOSPYŞ	8 Agristock Tech, Getir
TVP Yat. A.Ş.	1 BIST

### Aktif GSYF Sayısı: 8 (Aralık 2018)

FON'un KURUCUSU	FON'un ÜNVANI	TOPLAM DEĞERİ	YATIRIMCI SAYISI	YATIRIM STRATEJİSİ
Actus PYS	GAntep Ent.Soğ.K	474.075.218	59	Şehir Hastanesi
İç PYS	Altyapı	194.128.877	26	Birleşik Altyapı
Ak PYS	Birinci	182.254.126	88	Karım
Ferona PYS	Yenilebilir Enerji I.	72.781.910	19	Enerji
Mücafer PYS	Buket	50.399.382	11	Karım
Abant GOSPYŞ	Fintech	10.074.308	35	Teknoloji
Actus PYS	Logo Ventures	8.167.653	127	Teknoloji
Art GOSPYŞ	Birinci	5.291.497	170	Karım

## GSYF Fiyatları ve Getirileri



## YATIRIM FONLARI PAZARINDA 2018 YILI GÖRÜNÜMÜ

- *Finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar ve yatırımcıların nakit ihtiyacının artması ile 2018 yılında yatırım fonları pazarı 2018'i %10 küçülerek ve 45,4 milyar TL ile bitirdi. İç büyümeden arındırılmış net çıkışlara baktığımızda ise pazardan 12,7 milyar TL çıkış olduğu görülüyor.*
- *Yatırımcıların nakit ihtiyacı fon türlerinin pazardaki ağırlığının değişmesi ile sonlandı ve likit ve para piyasası fonlarının pazardaki ağırlığı %62 seviyesinden %57'ye geriledi. Toplamda da 5,5 milyar TL küçülen bu fon türü, yılı 25,7 milyar TL'ye gerileyerek bitirdi.*
- *Alternatif fon türü 2018 yılında da en çok büyüyen fon türü oldu. Bu sene her çeyrekte büyüyerek toplam 1,6 milyar TL giriş ile toplam 5 milyar TL üzerinde büyüklüğe ulaştılar.*

**K**üresel piyasalar açısından 2018 yılının en önemli gelişmesi ve adeta yıl için-deki gelişmelerin özeti ABD Merkez Bankası'nın (FED) bilançosundaki gelişmeler oldu. Bilanço büyüklüğü yaklaşık 250 milyar USD azalışla 4 trilyon USD civarına geriledi. Avrupa tarafında ise henüz bu derece agresif bir MB bilanço değişimi görülmezken, İngiltere'nin AB'den ayrılma isteği yıl boyunca Birliğin geleceği konusunda soru işaretlerini artırdı. İç piyasalar açısından ise geçtiğimiz sene oldukça dalgalı bir dönem oldu. 2017 yılında özellikle KGF kredileri ile başlayan büyüme hamlesi, 2018 yılının ilk yarısında da devam etti. Yaz aylarında ABD ile yaşanan siyasi gerginlik nedeniyle finansal piyasalardaki dalgalanma artsa da, yılsonuna doğru azaldığını gözlemledik. 2018 sonunda 3,7890 seviyesindeki USD/TRY, 2018 yılı içerisinde %40 yükselerek 5,2877'den yılı kapattı. Küresel gelişmelerin etkisi ile USD, EUR karşısında değer kazandı ve 1,1996 seviyesinde başladığı yılı %4,4 gerileyerek, 1,1469 seviyesinden sonlandırdı. u gelişmelerin de eşliğinde TL sepetinin, USD/TRY'ye nazaran yükselişi sınırlı kaldı ve TL, sepet karşısında yaklaşık



**Ceren Angılı**  
Bölüm Müdürü, Pazarlama ve Stratejik  
Planlama  
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

%36 değer kaybederek 4,17 seviyesinden 5,67'ye yükseldi. Reuters iki yıllık gösterge jenerik endeksi yıla %13, Reuters 10 yıllık gösterge jenerik endeksi ise %11,43 seviyelerinden başlarken 2018'i sırasıyla %18,84 ve %15,83 seviyelerinden kapattı. ABD'deki gelişmelerin de etkisi ile 10 yıllık Amerika gösterge tahvili de yıl içerisinde 3,20 seviyelerinin üzerine çıkmasına rağmen, %2,41 seviyesinde başladığı yılı %2,69 seviyelerinden kapattı. Altın ise USD/ons olarak %1,5 düşerek 1,302

USD'dan 1,283 seviyesine geriledi. BIST 100 Endeksi 2018 yılında %20 değer kaybederek 115bin seviyesinden 91bin seviyelerine gerilerken, S&P 500 endeksi yıl içerisinde %10 yükselmesine rağmen seneyi kayıpla kapattı ve %6 düşüş ile 2,507 seviyesine geriledi. Nasdaq 100 endeksi ise USD bazında yıl içerisinde %20 yükselmesine rağmen yılı %1 düşüş ile 6,330 seviyesinden kapattı. Finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar ve yatırımcıların nakit ihtiyacının artması ile 2018 yılı yatırım fonları pazarı açısından zor bir yıl oldu. Pazar 5,1 milyar TL küçüldü ve ilk yarıda 52 milyar TL'nin üzerine çıkan yatırım fonları pazarı, 2018'i %10 küçülerek ve 45,4 milyar TL ile bitirdi. İç büyümeden arındırılmış net çıkışlara baktığımızda ise pazardan 12,7 milyar TL çıkış olduğu görülüyor. Yatırımcıların nakit ihtiyacı fon türlerinin pazardaki ağırlığının değişmesi ile sonlandı ve likit ve para piyasası fonlarının pazardaki ağırlığı %62 seviyesinden %57'ye geriledi. Toplamda da 5,5 milyar TL küçülen bu fon türü, yılı 25,7 milyar TL'ye gerileyerek bitirdi. 2018 yılında en çok küçülen diğer fon türü ise Karma&Değişken fonlar oldu ve toplamda 1,8 milyar TL küçülerek 3,5

milyar TL oldu. 2017 yılı Karma&Değişken fonların yüksek büyüme yaşadığı bir yıl olarak dikkati çekmişti. Finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar ve TCMB'nin faiz artışının da etkisi ile tahvil ve bono fonları da küçülen bir diğer fon türü oldu ve 597 milyon TL ile yaklaşık 5 milyar TL toplama sahip olarak yılı bitirdi. Fon sepetleri fon türü yılbaşından beri 40 milyon TL ile az da olsa küçülen diğer bir tür oldu. Bu fonlarda dikkati çeken bir diğer husus, küçülen her fon türü en yüksek daralmayı 3. çeyrekte yaşarken bu fon türleri piyasa dalgalanmasından etkilenmeyip 4. çeyrekte çıkış yaşadı. Net çıkışların 300 milyon TL'nin üzerinde olduğu gözlemleniyor.

Zorlu finansal koşullara rağmen son yıllarda görmeye alışık olduğumuz Alternatif fon türü 2018 yılında da en çok büyüyen fon türü oldu. Bu sene her çeyrekte büyüyerek toplam 1,6 milyar TL giriş ile toplam beş milyar TL üzerinde büyüklüğe ulaştılar. Bu fon türünün alt kırılımına bakacak olursak; en yüksek büyüme 2018 yılında halka arz edilmeye başlanan Serbest (Döviz) fonlarında oldu ve serbest fonlar 1 milyar TL büyüdü, Anapara Korumalı fonlar sektördeki tek oyuncu ile büyümeye devam etti ve 2017 yıl sonunda 240 milyon TL olan fonlar 2018 sonu itibarıyla 500 milyon TL büyüklüğe ulaştı. Data sağlayıcıya (Rasyonet) iletilen fonlara baktığımızda, Gayrimenkul ve Girişim sermayesi fonları da yaklaşık 300 milyon TL büyüdü. Bu fonların büyük çoğunluğunun data sağlayıcıya iletilmediğini ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda da sınırlı bilgiye sahip olduğunu hatırlatmakta fayda görüyorum.

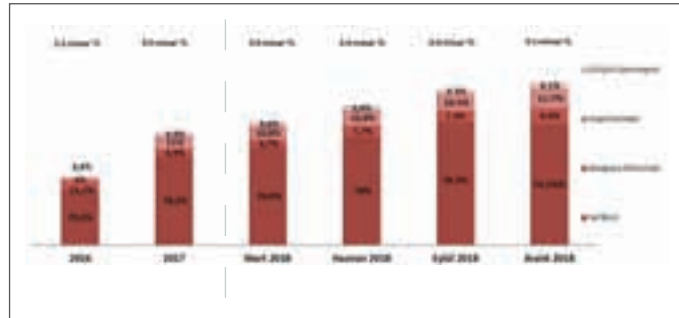
Katılım fonları da yılbaşından beri sayılı ihraççı ve yeni bir fon türü olması nedeniyle büyümeye devam eden fonlar arasında yer alıyorlar. Bu fon türleri yılbaşından beri yaklaşık bir milyar TL büyüyerek, toplam büyüklükleri 1,6 milyar TL ile üç katına çıkarken Pazarın hala çok ufak bir kısmını temsil ediyorlar.

Dikkat çekici diğer iki fon türü ise Kıymetli Madenler ve Hisse Senedi fon türleri. Ağırlıklı Altın fonlarından oluşan Kıymetli Madenler türü 120 milyon TL büyüye de nette az da olsa çıkış gözüktüyor. Hisse senedi fon türü, %20 değer kaybı yaşayan hisse senedi piyasalarına rağmen nette 275 milyon TL giriş yaşayarak, toplamda da 65 milyon TL büyüdü ve 2,3 milyar TL büyüklüğe ulaştı. Son yıllarda özellikle hisse senedi fonlarında geri çekilmeleri fırsat bilen finansal okur-yazarlığı yüksek bir yatırımcı kitlesi olduğu dikkat çekiyor.

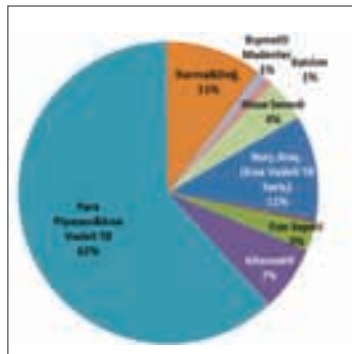
Fon penetrasyonunu incelediğimizde; bireysel yatırımcıları hedefleyen ve yatırımcılar arasında yaygınlaşmasına çabalanan yatırım fonlarının son

yıllardaki genel trendinin yaygınlaşması yönünde olmadığı dikkat çekiyor. 2015 yılından itibaren her sene kişi başına düşen fon tutarı artarken, 2018 sonu itibarıyla bu trend tersine dönmüş ve düşmüş. Diğer yandan para piyasası fonları hariç değerlendirdiğimizde; 2018 yılında da fon penetrasyonunun azalmaya devam ettiğini görüyoruz. Kısaca yatırım fonları son yıllarda büyüye de büyümenin üst segment bireysel müşteriler kaynaklı olduğunu tespit ediyoruz. 2015 yılı sonunda nitelikli fonlarda yatırımcı başına düşen fon adeti 16,650 iken, 2018 yılı sonunda 28,450 oldu.

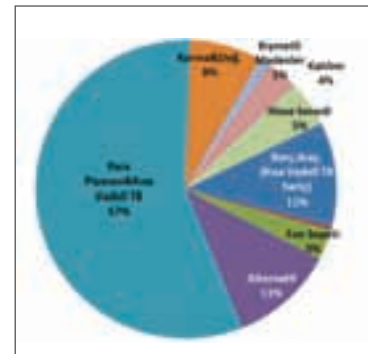
### ALTERNATİF FONLAR ALT KIRILIM DEĞİŞİMİ



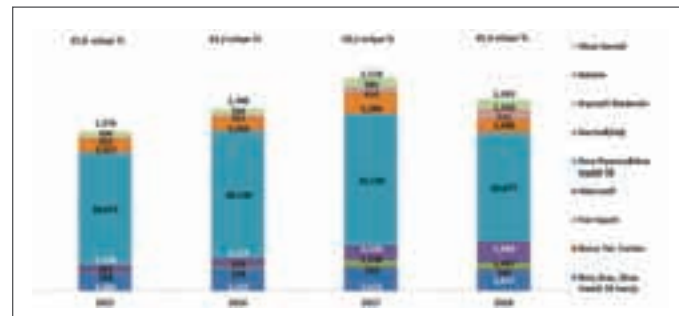
2017 yılı Tür Bazında Pazar Payı Dağılımı



2018 Tür Bazında Pazar Payı Dağılımı



### Yıllar İtibarıyla Nitelikli Fonlar Tür Bazında



## BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARI PAZARI

- *Bireysel emeklilik fonları pazarı 2018 yılında yüzde 17 büyüyerek 93,1 milyar TL büyüklüğe ulaştı*
- *Geçtiğimiz sene toplamda 5,5 milyar TL büyüyen Dengeli ve Değişken fonlar bu sene 1,6 milyar TL büyüdü ve toplam 24,5 milyar TL ile pazarın %26'sını oluşturdu*

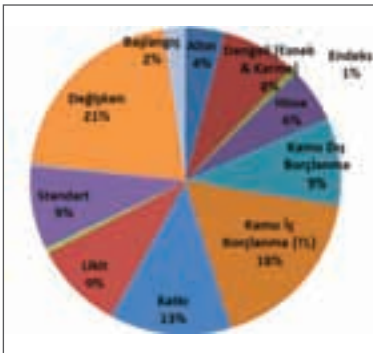
Bireysel emeklilik fonları pazarı, gerek pazarın son yıllarda düzenlemeler nedeniyle yaşadığı ek büyümenin azalması, gerekse finansal gelişmelerin etkisi ile son yılların en düşük büyümesini gerçekleştirdi ve %17 büyüyerek 93,1 milyar TL büyüklüğe ulaştı.

Yılbaşından beri en yüksek büyüme 5,2 milyar TL ile Değişken fonlarda oldu fakat burada geçen seneden beri bir değişim söz konusu. 2017 yılından beri Dengeli (Esnek & Karma) fonların bir kısmı tür değiştirerek Değişken fon türü altında yer almaya başladı. Dolayısıyla buradaki büyümeyi Dengeli fonlardaki küçülme ile birlikte değerlendirmek daha doğru olur. Bu şekilde baktığımızda da bu fonlarda büyüme görüyoruz. Geçtiğimiz sene toplamda 5,5 milyar TL büyüyen Dengeli ve Değişken fonlar bu sene 1,6 milyar TL büyüdü ve toplam 24,5 milyar TL ile pazarın %26'sını oluştur-

du. Değişken fonlardan sonra en çok büyüyen ikinci tür Altın fonları oldu ve 4,2 milyar TL ile 7,5 milyar TL'ye ulaştı. Son yıllarda yüksek talep gören Kamu Dış Borçlanma Araçları fonu bu senenin de gözde fonlarından oldu ve 3,2 milyar TL büyüyerek 10,5 milyar TL'ye ulaştı. Başlangıç ve likit fonlar da bu sene sırasıyla 2,8 ve 2,2 milyar TL büyüdü. Başlangıç fonlarının toplam pazardaki ağırlığı geçen seneden bu yana %2'den %5'e çıktı.

Finansal piyasadaki gelişmeler sonucunda yatırım fonları pazarına benzer şekilde emeklilik fonlarında da benzer bir hareket görüldü ve Kamu iç Borçlanma fonları 2 milyar TL küçüldü ve 12 milyar TL'ye geriledi. Diğer yandan yatırım fonları pazarının aksine hisse senedi fonlarında gerileme oldu ve bu fon türü 466 milyon küçülerek dört milyar TL'ye geriledi.

2017 Yılı İtibariyle Tür Bazında Pazar Payı



2018 Tür Bazında Pazar Payı Dağılımı





YEPYENİ



Peter Lynch  
ve John Rothchild

## BORSADA TEK BAŞINA

Borsada kendi bilgilerinizi kullanarak  
para kazanma yolları

"Yatırımlarımızı doruklara çıkarabilir.  
Yatırımcılar Peter Lynch'in önerileri  
ve uyarılarına önem vermeliler."

*The Wall Street Journal*

"Lynch bu kitapta, bir şirketi nasıl  
araştırabileceğinizi gösteriyor.  
Borsanın jargonunu, rakamları,  
evreleri, dönüm noktalarını ve daha  
birçok şeyi anlatıyor. Kesin, eşsiz  
ve kanıtlanmış bu yöntem sizi kâra  
götürecek. "Borsa'da Tek Başına"  
borsa yatırımcısı için son derece  
heyecan verici bir rehber."

*Money*

ISBN  
978-605-9248-23-5  
60 TL (KDV dahil)  
300 sayfa  
ÇEVİRMEN  
Şehnaz Tahir



İstiklal Cad. Hani Geçidi Sk. Hızco Polo Fesajı  
No: 116-38 Galatasaray Beyoğlu, 34430 - İstanbul  
Tel: 0 212 251 51 26 Faks: 0 212 245 28 43  
scala@scala.com.tr  
www.scalakitapci.com

YEPYENİ



Peter Lynch  
ve John Rothchild

## KAZANMAYI ÖĞREN

Yeni Başlayanlar için  
Yatırım ve İşletme Rehberi

Ne aradığını bilen, herkes için  
her yerde yatırım fırsatları vardır.  
Lynch ve Rothchild *Kazanmayı  
Öğren*'de günlük gazetelerdeki  
hisse senedi tablolarının nasıl  
okunacağını, bir şirketin yıllık  
raporunun nasıl yorumlanacağını  
ve hisse senedi piyasasında nelere  
dikkat edilmesi gerektiğini yalın  
bir dille anlatıyorlar. Lynch ve  
Rothchild yalnızca yatırım yapma  
yollarını değil, 'yatırımcı' gibi  
düşünmeyi açıklıyorlar.

ISBN  
978-605-9248-59-4  
58 TL (KDV dahil)  
300 sayfa  
ÇEVİRMEN  
Hasan Ataol  
Levent Cinemre



İstiklal Cad. Hani Geçidi Sk. Hızco Polo Fesajı  
No: 116-38 Galatasaray Beyoğlu, 34430 - İstanbul  
Tel: 0 212 251 51 26 Faks: 0 212 245 28 43  
scala@scala.com.tr  
www.scalakitapci.com

SCALA Kitapçı  
Şıştt... Okuyorum!

her kitap  
başka bir  
yolculuk...

www  
scalakitapci.  
com

## Sorularımızı cevaplayın, kitap kazanın!

Kurumsal Yatırımcı'nın 43. sayısında (Ekim-Aralık 2018) Fon Dünyası sayfalarında yayımlanmış bilgilerden oluşan soruların doğru cevaplarını 15 Nisan 2019 tarihine kadar [info@kyd.com.tr](mailto:info@kyd.com.tr) adresine gönderen 10 okuyucumuza Scala Yayıncılık'tan kitap hediye ediyoruz.

1- En son Fidelity International'ın temsilcilik açtığı MENA bölgesi finans merkezi neresidir?

2- İran sermaye piyasalarını canlandırmak için hangi yönde atılım yapmayı planlıyor?



## Gayrimenkul Yatırım Fonları Tebliği'ndeki Son Değişiklikler

**G**ayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3) ("Tebliğ"), 20 Aralık 2018 tarih ve 30631 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmış olan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-52.ç) ile birçok açıdan değiştirildi. Bir yandan katılım payı ihraç ve iadesinde aynı ödeme yöntemini getiren, diğer yandan tanıtımdan yapancı para cinsinden katılma payı alım satımına farklı alanlara dokunan bu değişikliklerin yaklaşık 2,6 milyar TL dolayındaki toplam varlık değerini temsil eden gayrimenkul yatırım fonları ("GYF") sektöründe etkilerinin kısa ve orta vadede hissedilmesini bekliyoruz. Genel olarak GYF sektöründe yatırımcı ödemeleri ile operasyonel konularda esneklik ve kolaylık sağlamaya yönelik değişikliklerden en önemlisi şüphesiz, gerek katılma payı satışının gerekse fona iadesinde aynı ödeme imkanının getirilmiş olması. Böylece GYF yatırımı yapmak

isteyen nitelikli yatırımcılar katılma paylarının karşılığını nakden ödeyebilecekleri gibi, ilgili GYF içtüzük ve ihraç belgesinde bu yönde hüküm bulunması şartıyla, gayrimenkullerinin ve gayrimenkule dayalı haklarının tapu sicilinde fon adına tescil ettirilmesi veya Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, İller Bankası A.Ş., belediyeler ile bunların bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve/veya yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazının bulunduğu şirketler (bu idareler tapuya şerh edilecek sözleşmelerden de istisna edilmiştir) tarafından gerçekleştirilen inşaat ruhsatı alınmış projeler kapsamındaki bağımsız bölümlerinin, inşaatın tamamlanma oranına bakılmaksızın, tapu siciline fon adına tescil ettirilmesi veya bu bölümlerin satın alınmasına ilişkin sözleşmelerin fona devredilmesi suretiyle aynı olarak da ödeyebilecekler. Şu kadar ki Tebliğ uyarınca üzerinde ipotek veya değerini veya devrini herhangi bir şekilde etkileyen kısıtlamalar bulunan gayrimenkuller ve bunlara dayalı hakların, katılma payı satışı karşılığında fona devri

mümkün değil. Aynı şekilde katılma paylarının fona iadesinde de ihraç belgesindeki düzenlemeye uygun olarak, nakit ödeme dışında söz konusu paylara karşılık gelen ve fon portföyünde bulunan gayrimenkullerin veya gayrimenkullere dayalı hakların yatırımcılara devri de söz konusu olabilecek. Şunu belirtelim ki son değişiklik ile imar affı kapsamında alınacak yapı kayıt belgesinin de yapı kullanma izni yerine geçeceği açıklığa kavuştu. Diğer yandan ihraç ve iadede aynı ödemede, ilgili gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar veya yukarıda sayılan idarelerce yapılan projelerdeki bağımsız bölümlere ilişkin olarak gayrimenkul değerlendirme kuruluşuna rapor hazırlanması gerekmekte olup, pay adedinin belirlenmesinde bu değerlemeler dikkate alınacak. Tebliğ ayrıca, katılma paylarının gerek ihraç gerekse iadesinde her bir işlem öncesi varsa ilgili fondaki mevcut katılma payı sahiplerinin her birinin mutabakatının alınması ve portföy saklayıcısı tarafından da bu durumun teyit edilmesini şart koşuyor. Aynı ödeme



**Av. Ceren Güllal Karakuş**  
Ortak, DP HUKUK & DANIŞMANLIK

imkanının, gayrimenkul portföyü geniş yatırımcılar açısından, nakit ihtiyacını ortadan kaldırmak suretiyle GYF sektöründe ciddi bir potansiyel yaratacağı kuşkusuz. Ancak tapu sicili işlemleri açısından herhangi bir harç muafiyeti, piyasadaki beklentinin aksine, henüz öngörülmüş değil. Aynı ödeme imkanına yönelik bu önemli değişikliğin yanı sıra Tebliğ'de gerek güncel yasal değişikliklere cevap veren gerekse fonların operasyonları ve getirileri açısından daha esneklik sağlayan çeşitli değişiklikler getirildi. Bu değişikliklere kısaca göz atmakta fayda görüyoruz: İlk olarak yabancı para cinsinden katılma payı satımı ve katılma payı fiyatının açıklanması serbest bırakıldı. Münhasıran Türkiye'de yerleşik yabancılara, dışarıda yerleşik kişilere ve en az 500.000 Amerikan Doları veya karşılığı döviz ya da karşılığı Türk Lirası tutarında gayrimenkul yatırım fonu katılma payı veya girişim sermayesi yatırım fonu katılma payını en az üç yıl elinde tutma şartıyla satın aldığı Sermaye Piyasası Kurulunca ("Kurul") tespit edilen kişilere yabancı para cinsinden satılmak üzere pay grubu oluşturulabilir ve bu pay grubuna yönelik olarak katılma payı fiyatının yabancı para cinsinden açıklanması mümkün hale getirildi.

Fon kurucusunun faaliyetleri açısından da çeşitli yenilikler getirildi: Önceki düzenlemede temsil yetkisi kurucunun sadece yönetim kurulunun murahhas üyelerine devredilebilirken, değişiklik ile murahhas olmayan üyeler ile kurucunun birinci derece imza yetkisine sahip personeline de temsil yetkisinin devredilmesi artık mümkün. Böylece özellikle tapu ve diğer resmi dairelerde yürütülecek işlemler açısından ciddi bir esneklik sağlandığını söyleyebiliriz. Diğer yandan fonun faaliyet ve yatırımlarının katılım finans ilkelere uygun olacağına ilişkin içtüzük ve ihraç belgesinde belirtilmesi halinde fon unvanında "katılım" ifadesinin kullanılması serbest bırakıldı. Ayrıca önceki düzenlemede reklam yasağı söz konusu olup münhasıran nitelikli yatırımcıya tanıtım yapılması mümkün iken, artık reklam serbestisi var ancak reklamlarda nitelikli yatırımcı tanımı ile satışın sadece gerekli şartları sağlayan nitelikli yatırımcıya yapılabileceğinin belirtilmesi şart. Başka bir değişiklik olarak satışa başlama süresi kurucunun onaylanmış ihraç belgesini teslim almasından itibaren üç aydan altı aya çıkarılmış durumda. Ayrıca kurucunun fonun katılma paylarını kendi portföyüne dahil etmesine yönelik %50 dolayındaki sınır da kaldırıldı. Son olarak fon performans ücretlerinin fona veya katılma payı sahiplerine tahakkuku konusunda daha ayrıntılı düzenlemelere yer verildiğini belirtmek isteriz. Fonun Kurul ile olan ilişkileri açısından da çeşitli değişiklikler göze çarpıyor: Öncelikle likidite ve yatırımcı menfaatine ilişkin değerlendirme uyarınca gerektiği takdirde kurucu tarafından katılma paylarının geri alınmasının ertelenmesinde Kurul izni kalktı, yerine Kurul'a bilgi verme yükümlülüğü getirildi. Buna karşılık erteleme süresi azami bir yıl ile sınırlandırıldı. Diğer yandan fonun asgari değere ulaşmaması

veya Kurulca verilen süre sonunda portföy sınırlamalarına uyumun sağlanamaması sebepleri ile fonun tasfiyesine ilişkin olarak ticaret sicilden terkin öncesi Kurul'dan izin şartı getirildi. Son olarak değerlendirme kuruluşuna ilişkin bildirim kurucu tarafından artık Kurul'a değil portföy saklayıcısına yapılması ve KAP'ta bildirilmesi, yine gayrimenkul ve fon portföyündeki diğer varlıklara ilişkin değerlendirme raporlarının da Kurul yerine portföy saklayıcısına gönderilmesi öngörülmekte.

“Tebliğ'in bu yeni değişiklikler ışığında GYF sektörünü, daha bilinir bir seviyeye taşıyacağını ve özellikle mevcut malvarlıklarını gayrimenkulde değerlendiren nitelikli yatırımcılar açısından, nakit finansman ihtiyacı doğurmaksızın cazip bir yatırım sahasına dönüştüreceğini tahmin etmek zor değil. Yine de sektörün ciddi bir canlılık kazanması için özellikle tapu sicili işlemlerinden doğan mali yükü hafifletici önlemlere de ihtiyaç olduğunu düşünüyoruz.”





## FED ve Büyüme rakamları ışığında Portföy Yönetimi

*Dünya ekonomisinin nasıl bir yol izleyeceği ABD ve Çin gibi ülkelerin izleyeceği yoldan geçiyor. Soğuyan ticaret savaşlarının 2019 yılında ne tarafa doğru ilerleyeceğini görmemiz için ekonomik veriler yine yakından izlenecek.*





**Erkan ÖGEÇ**  
Yönetmen  
Özel Fonlar ve Portföy Yönetimi  
Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.

**D**ünyada ve Türkiye’de 2019 yılı yoğun gündem ve sıcak gelişmeleri takip ederek başlıyor. Önce küresel ölçekte Fed faiz oranlarının, 2019 yılında ilk çeyrekte Ocak ve Mart aylarında yapılacak toplantılarda yine gündemin en üstünde yer alacağını söyleyerek başlayalım. 2018 yılındaki son faiz artışıyla 2019 ilk çeyreğindeki faiz artış beklentileri bir miktar soğumuş görünüyor. Özellikle Trump ve Powell arasındaki görüş ayrılığı FED açısından daha sakin bir ilk çeyrek geçirmemize işaret edebilir. Tabii bu sakinlik tüm finansal piyasalardaki volatilitenin düşeceği anlamını taşımayacak gibi görünüyor. Enstrüman bazında bakacak olursak, bu volatilitenin artışına bağlı olarak altın fiyatlarındaki artış dikkat çekiyor. Güvenli liman algısında ön plana çıkan altın, 2019 yılında en çok konuşulacak enstrüman olmaya aday şeklinde düşünebiliriz. Dünya ekonomisinin nasıl bir yol izleyeceği ABD ve Çin gibi ülkelerin izleyeceği yoldan geçiyor. Soğuyan ticaret savaşlarının 2019 yılında ne tarafa doğru ilerleyeceğini görmemiz için ekonomik veriler yine yakından izlenecek. Bu bağlamda 2019 treninin

lokomotif verisi, Şubat başında açıklanacak olan ABD Tarımdışı İstihdam Verisi olacaktır. Ekonominin sağlığı ve sürdürülebilir büyüme gibi can alıcı başlıkları içinde barındıran bu veri, FED’in de faiz artış patikası için yolunda tuttuğu en kuvvetli fener olma özelliğini taşıyor. Şubat verisinin beklentiler dahilinde gelmesi, 2018 sonlarında satış baskısı altında kalan Amerikan hisselerinde tekrar bir canlanma trendi başlatabilir. Tabii bu canlanmayı bir de enerji fiyatlarını da denkleme katarak, yani petrol fiyatlarını da analiz ederek izlemek gerekiyor. Düşen ve yeni dipler arayan petrol fiyatları hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için tarihsel bir öneme sahip. Düşük petrol fiyatları büyümeyi destekleyen bir ortam sağlarken, teknolojik gelişmeler sayesinde alternatif enerji kaynaklarının da kullanım alanlarının artması, petrole bağımlılık ve petrol fiyatlarına duyarlılık açısından yeni bir dönemin başladığına işaret ediyor. Portföy yöneticilerinin hem faiz oranlarının seyri hem de finansal enstrüman fiyatlarındaki dalgalanmanın dışında kalmamak için portföylerindeki dağılımı yüksek dinamizmle takip etme ihtiyacı, 2019’da yine en çok dikkat edeceğimiz konu olacak. Tabii ki fonların izahnamesi izin verdiği ölçüde... Volatilitenin yüksek olduğu böyle bir dönemde Serbest Fonlar ve içeriğinde opsiyon bulunan fonlar alfa yaratmak için en uygun fonlar olabilir. Tabii ki volatilitenin yüksekliği opsiyon primlerini de yukarı çekeceği için opsiyonun dayanak varlığı, opsiyonun vadesi ve kullanım fiyatı gibi başlıklar hayati önem taşıyacak ve portföy yöneticisinin bir cerrah maharetiyle bu başlıklarda seçim yapması gerekecek. Küresel gelişmelerin ışığında ülkemizde de TCMB’nin ilk çeyrekte yapacağı toplantılar ve PPK’nın faiz oranlarında vereceği kararlar merakla beklenecek. 2018 Aralık enflasyon rakamındaki düşüş de açıklandıktan sonra politika faizinde bir düşüş olacak mı gibi so-

ular, portföy yöneticilerinin fonlarında ayarlama yapabilmesi için büyük önem taşıyor. Enflasyon rakamlarındaki düşüş ilk çeyrekte devam ederse, orta ve uzun vadeli tahvillerde de alım dalgası şeklinde bir yansıma görebiliriz. Paranın zaman değeri ve varlık fiyatlarının değişimini etkileyen en önemli başlık olarak ekonomik büyüme konusuna tekrar dönecek olursak; ilk çeyrek sonunda tekrar alevlenme olasılığı olan ticaret savaşları iki dev ekonomi olan ABD ve Çin ekonomilerinin büyüme rakamlarında etkili olacak. Özellikle Çin’in yavaşlayan büyüme oranlarıyla karşılaşması ve ticaret savaşlarında yapacağı hamleler, hem ABD hem de bizim gibi gelişmekte olan ekonomiler için büyük önem taşıyor. Her ne kadar ABD tarafında güçlü dolar endeksi konusunda farklı görüşler ortaya atılsa da, dolar endeksinin güçlenmesi olasılığı ülkemiz açısından pek tercih edilmeyen bir durum olarak ortaya çıkıyor. Belirsizliği fiyatlamamanın ve bilinmeyen etkenlerden gelebilecek etkenlerin arttığı 2019 yılında portföy yöneticilerinin performanslarını en üst seviyede tutmak için gayret içinde olacaklarına olan inancımızla sağlıklı ve mutlu bir yıl diliyoruz.

“2019 treninin lokomotif verisi, Şubat başında açıklanacak olan ABD Tarımdışı İstihdam Verisi olacaktır. Ekonominin sağlığı ve sürdürülebilir büyüme gibi can alıcı başlıkları içinde barındıran bu veri, FED’in de faiz artış patikası için yolunda tuttuğu en kuvvetli fener olma özelliğini taşıyor.”



## Yatırım Danışmanlığı'nda Mevcut Durum ve Yeni Yönelimler

*Mevzuatımızda özenli ve yatırımcı lehine bir düzenlemeye sahip olan, ama uygulamada kendine gereğince yer bulamayan yatırım danışmanlığında yeni bir açılıma ihtiyaç bulunduğu açıkça görülmektedir. Bu açılımın dinamosu ise teknolojidir.*

### **Y**atırım Danışmanlığının Etkin Kaynak Dağılımına Katkıları

Sermaye piyasalarının ekonomilerin sağlıklı büyümesindeki rolü, ülkemiz koşullarında zaman zaman dikkatlerden kaçabilmektedir. Oysa ki sermaye piyasalarının gelişmesi ve reel ekonomiye düzenli ve düşük maliyetli kaynak aktarabilmesi ekonomik büyümeye önemli katkılarda bulunur. Piyasalar bu fonksiyonu,

tasarrufları etkin ve verimli araçlar vasıtasıyla ekonomiye kazandırarak gerçekleştirir. Böylelikle bir taraftan tasarruf sahipleri aldıkları riskle orantılı olarak daha yüksek getirilere ulaşırken, diğer taraftan da ekonomik büyümeye, istihdamın artmasına ve ülkenin gelişmişliğine katkıda bulunmuş olurlar.

Yatırımların etkin ve verimli araçlara yönlendirilmesi bu denli önemli iken, yatırımcıların risk profillerine ve beklentilerine uygun araçlara

yatırım yapabilmesi o denli kolay değildir. Bir taraftan ülkemizde geleneksel tasarruf araçlarına yönelim eğilimi, diğer taraftan son 30 yıldır sermaye piyasalarımızda yaşanan çeşitli olumsuzlukların yarattığı bilinçaltı düşünceler ile finansal okur yazarlık düzeyinin yetersizliği, sermaye piyasalarına yatırımın önünde engel teşkil etmektedir. Finansal araçlar kompleks bir yapıya sahiptir, para piyasası araçlarına göre daha fazla bilgi, deneyim ve yakın takip buna bağlı olarak da

aktif yönetim gerektirir. Öte yandan sermaye piyasası yatırımlarının özü doğru ve zamanlı bilgi olup, her yatırımcı bilgiye aynı hız ve miktarda ulaşamamakta, ulaşabilse dahi, her yatırımcının bu bilgiyi yorumlama ve değerlendirme kabiliyeti aynı olmamaktadır. Bu nedenle sermaye piyasaları uzmanlık, zaman ve deneyim gerektirmekte, özellikle de bireysel yatırımcılar bu üç unsura bir arada sahip değilse piyasalardan uzak durmayı tercih etmektedirler.

İşte “yatırım danışmanlığı” tam da bu ihtiyacı karşılamak üzere düzenlenen bir sermaye piyasası faaliyetidir. Tasarruf sahipleri yatırım danışmanlığı hizmetinden yararlanarak risk ve getiri beklentileri doğrultusunda etkin yatırım kararları verebileceklerdir.

Ancak ne yazık ki yatırım danışmanlığı ülkemiz sermaye piyasaları ekosisteminde en az gelişmiş alanlardan biridir. Yatırım danışmanlığı hizmeti hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar tarafından yeterli talep görmez iken, buna paralel olarak bu hizmeti sunan yatırım kuruluşları da bu alanı geliştirmekte ve yatırım yapmakta çekimser davranmışlardır. Öte yandan bu hizmeti vermeye yetkilendirilmiş olmalarına rağmen, portföy yönetim şirketleri de son döneme kadar bu alanda yeterince faaliyet göstermemişlerdir. Ayrıca yurt dışında oldukça yaygın görülen ve etkin, başarılı bir fonksiyon üreten bağımsız yatırım danışmanlığı uygulamaları da ülkemizde mevcut değildir.

Oysa yatırım danışmanları, yatırım piyasasında birçok varlık sahibi için birincil iletişim noktasıdır. Bu özellikle ABD, İngiltere ve Japonya’da geçerlidir. Danışmanlar, varlık sahiplerine finansal kararlarından



**Dr. Berra Doğaner**  
Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. ve  
Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.  
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi

varlık tahsisine, portföy yöneticisi seçimine ve raporlama süreçlerine kadar çeşitli danışmanlık hizmetleri sunmaktadır. Yatırım yaklaşımları ve ortaya çıkan yatırım trendleri konusunda varlık sahiplerini eğitmektedirler. Yatırım danışmanlarının tavsiyeleri, dünya çapında trilyonlarca dolarlık yatırıma yön vermektedir. Son yıllarda yatırım danışmanlarının tavsiyeleri yalnızca yatırım trendlerini değil, en geniş anlamda çevre, sosyal politikalar ve yönetim uygulamalarını dahi etkileyerek, finansal sistemin sürdürülebilirliği için önemli sonuçlar doğurmaktadır.

#### **Yatırım danışmanları varlık sahiplerine şu konularda yardımcı olmaktadır:**

- ▶ Varlık yöneticisi araştırma ve atama süreçlerini kolaylaştırmak, böylece maliyetleri düşürmek
- ▶ Varlık sahiplerinin gelişmiş teknik uzmanlık ve yatırım araştırmalarına erişimini sağlamak
- ▶ Varlık sahiplerinin yatırım konularında kapasitelerini ve uzmanlıklarını geliştirmelerine yardımcı olmak
- ▶ Varlık yöneticileri tarafından sağlanan bilgileri anlamak ve yorumlamak.

## **Ülkemiz Mevzuatında Yatırım Danışmanlığı**

Ülkemizdeki uygulamalara gelince; mevzuatımızda yatırım danışmanlığı; “yetkili yatırım kuruluşunun, yatırımcı talebi doğrultusunda veya yatırımcı talebi olmaksızın sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında, belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyelerde bulunması faaliyeti” olarak tanımlanmıştır. Yatırım danışmanlığı lisansa bağlı bir hizmet olup, Sermaye Piyasası Kurulu’ndan gerekli yetkilendirmenin alınması gerekmektedir. Bu yetki için asgari özsermaye şartının yanı sıra, dört yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun ve finans piyasalarında en az üç yıllık tecrübesi olan yeterli sayıda yatırım danışmanını istihdam etmiş olmak ve yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesini teminen araştırma birimi oluşturmuş, birim yöneticisini ve ona bağlı olarak çalışacak yeterli sayıda araştırma uzmanını görevlendirmiş olmak da zorunlu tutulmuştur. Öte yandan yatırım kuruluşu ile bu hizmeti sunacağı yatırımcı arasında bir yatırım danışmanlığı çerçeve sözleşmesi imzalanması ve yatırımcıya yerindelik

“Tasarruf sahipleri yatırım danışmanlığı hizmetinden yararlanarak risk ve getiri beklentileri doğrultusunda etkin yatırım kararları verebileceklerdir.”

“ Son yıllarda yatırım danışmanlarının tavsiyeleri yalnızca yatırım trendlerini değil, en geniş anlamda çevre, sosyal politikalar ve yönetim uygulamalarını dahi etkileyerek, finansal sistemin sürdürülebilirliği için önemli sonuçlar doğurmaktadır. ”

testinin yapılması da zorunludur.

**Mevzuatımız yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesi sırasında uyulması gereken ilkeleri de ayrıntılı olarak sıralamıştır. Bunların başlıcaları;**

- ▶ Yatırımcıların yerindelik testi kapsamında elde edinilen bilgiler dikkate alınarak en uygun yatırım kararını almalarını sağlayacak yönde tavsiyede bulunulması,
- ▶ Sunulan yorum ve tavsiyelerde yatırımcıları yanıltıcı, aldatıcı, bilgi ve tecrübe eksikliklerini istismar edici, yanlış, gerçek dışı veya “en sağlam”, “en iyi”, “en güvenilir” gibi subjektif ve abartılı ifadelerle yer verilmemesi,
- ▶ Yorum ve tavsiyelerin özenle hazırlanması ve objektif olması,
- ▶ Sunulan yorum ve tavsiyelerin güvenilir kaynak, belge, rapor ve analizlerle desteklenmesi,
- ▶ Halka arza ilişkin olarak yapılan yorum ve analizlerde, yayımlan-

mışsa izahname ve satışa ilişkin belgelerde yer alan bilgilerin kullanılması

- ▶ Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte kesinlikle bulunulmaması,
- ▶ Her türlü öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerine, bunların öngörü, tahmin ve fiyat hedefi olduğu açıkça belirtilmek suretiyle yer verilmesi ve bunların oluşturulmasında kullanılan tüm önemli varsayımların belirtilmesi,
- ▶ Kurulun faaliyet alanına giren sonuçlanmış ya da sonuçlanmamış konular hakkında yalan, yanlış, yanıltıcı ve mesnetsiz bilgi, haber ve yorum sunulmaması,
- ▶ Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarının, yatırımcılara duyurulmadan önce kendilerinin veya üçüncü şahısların lehine kullanılmaması
- ▶ Yatırım danışmanlığı faaliyeti sırasında sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkilemesi muhtemel her türlü çıkar çatışması yaratabilecek unsurun yatırımcılara açıklanmasıdır.

## Yatırım Danışmanlığında Yeni Dönem

Mevzuatımızda bu denli özenli ve yatırımcı lehine bir düzenlemeye sahip olan ama uygulamada kendine gereğince yer bulamayan yatırım danışmanlığında yeni bir açılıma ihtiyaç bulunduğu açıkça görülmektedir. Bu açılımın dinamosu ise teknolojidir. Teknolojide yaşanan hızlı değişimler, tüm sektörleri olduğu gibi finansal hizmetler sektörünü de etkilemektedir. Hatta bu etkileşimin karşılıklı olduğu ve teknolojiyi en yoğun kullanan ve geliştiren sektörün finansal hizmetler olduğunu söylemek de mümkündür. Özellikle

gelişmiş ülkelerde, yaklaşık 10 yıl önce başlayan ve hızla gelişen teknoloji kullanım trendi yatırım danışmanlığı hizmetinin gelişimine de çok uygun bir ortam yaratmıştır. Otomatik (ya da robo) danışmanlar, çok yönlü yatırım algoritmaları kullanarak kişilere; beklentilerine, varlık yapılarına, yatırım kısıtlarına ve risk algılarına uygun önermelerde bulunmaktadır. Otomatik danışmanlık uygulamalarını genel olarak “çeşitli finansal tavsiyeler sunmayı amaçlayan yapay zekâ tabanlı yazılım uygulamaları” olarak tanımlayabiliriz.

Otomatik danışmanlığın ortaya çıkışı ilk kez 2008 yılında ABD’de olmuştur. Halen de ABD otomatik danışman sayısı ve yönetilen portföy büyüklüğü anlamında lider piyasa konumundadır. Onu İngiltere, Kanada, Avustralya, İsviçre, Fransa, Hindistan, Japonya ve Hong Kong gibi piyasası şeffaf ve derin, veriye ulaşımın kolay olduğu ülkeler takip etmektedir. Tüm bu piyasalarda otomatik danışmanlık hizmeti, ülkenin sermaye piyasası otoriteleri tarafından düzenlenmekte ve otomatik danışmanlar, Yatırım Danışmanları Yasası’na göre yatırım danışmanı olarak kabul edilmektedir.

Başta otomatik danışmanlığın merkezi olan ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki otomatik danışmanlık şirketleri, hizmetlerini açık mimari bir yapı üzerinden yatırımcılara ulaştırmaktadırlar. Bir başka deyişle, otomatik danışmanlık sistemleri bir web portal üzerinden çalışmakta, yatırımcılar bu web portalları internet üzerinden kullanılmaktadırlar. Yatırımcılar; seçtikleri otomatik danışmanlık şirketinin portalına yatırım hedeflerini, yaş, cinsiyet, medeni durum



gibi bilgilerini, risk algılarını, yatırım kısıtlarını, yatırım yapmak istedikleri tutar ile süreyi tanımlayarak hizmet alımını başlatmaktadırlar. Yatırımcıdan alınan verileri kullanan otomatik danışman algoritması, kişiye özel bir öneri seti oluşturmaktadır. Böylelikle, sadece yüksek tutarlarda servete sahip olan yatırımcıların hayli yüksek bedeller ödeyerek aldığı özel danışmanlık ve portföy yönetimi hizmetinin, düşük tutarlarda serveti olan yatırımcıların da faydalandığı düşük maliyetli bir hizmet haline geldiğini söyleyebiliriz. Otomatik danışmanlık ücretlerinin geleneksel yatırım danışmanları ücretlerinin yaklaşık beşte biri kadar olmasının yanı sıra, danışmanlık almak için gerekli asgari yatırım tutarının birçok uygulamada sifra yakın olması, diğerlerinde ise oldukça düşük olması da (5.000-25.000 USD civarı) geleneksel yatırım danışmanlığına göre sektörü daha avantajlı hale getirmektedir. Bu yönleriyle baktığımızda hizmetin yaygınlaştığını ve demokratikleştiğini rahatlıkla söyleyebilmekteyiz. Halen otomatik danışmanlık şirketleri için en geniş müşteri tabanı Y ve Z kuşaklarıdır. Bir taraftan otomatik danışmanlık şirketleri yenilikçi özellikleri ve teknoloji kullanım düzeyleri nedeniyle bu kuşağa yönelirken, diğer taraftan teknoloji ile büyümüş, ürün ve hizmet alırken kendisi araştırıp karar vermek isteyen genç nesiller, finansal ürün ve hizmet alırken de interneti kullanmak istemekte ve yüz yüze bir danışmanlık sistemi yerine otomatik danışmanları tercih etmektedir.

Ama zannedilmesin ki yatırım endüstrisinin büyük ve köklü firmaları bu eğilim dışında kalıyor.

Malumunuz olduğu üzere ABD’li yatırım bankası Goldman Sachs, içlerinde dünyanın en zengin ve güçlü isimlerinin bulunduğu müşterilerine verdiği finansal danışmanlık hizmetleri ile tanınan bir banka. Bankanın web sitesinde yer alan habere göre, Goldman Sachs, zengin müşterileri için bir otomatik danışman geliştiriyor. Otomatik danışmanlık pazarının Wealthfront ve Betterment gibi startup’lar tarafından geliştirilmesi üzerine, Charles Schwab ve Vanguard gibi büyük yatırım danışmanlığı şirketleri de benzer hizmetler sunmaya başladılar. UBS ve Wells Fargo, SigFig isimli online finans danışmanlığı şirketi ile ortaklık kurarken, BlackRock, FutureAdvisor’ı satın aldı. Morgan Stanley kendi otomatik danışmanını bu sene sonunda tanıtmayı planlıyor. Bankanın otomatik danışmanının özellikle çocuklara ve mevcut müşterilere odaklanacağı ifade ediliyor. Morgan Stanley CEO’su James Gorman ise, dijital ve insan görüş, analiz ve danışmanlığını birlikte kullanabilen şirketlerin gelecekte başarılı olacaklarını söylüyor. Danışmanlıkta iyi olduğu kadar kötü örnekler de çok fazla. İçinde yaşadığımız dönem ise, aslında doğru bilgiye ve danışmanlığa en fazla ihtiyaç duyduğumuz bir dönem. Bilgi çok; her yerde ve son derece hızlı. Ama değerli olan “doğru bilgi”. Bu karmaşanın içinden çıkmak ve doğru karar almak için insan-robot birlikteliği etkili olabilir.

### **Türkiye Pazarı İçin İtici Güç: Bireysel Emeklilik Sistemi**

Yerli otomatik danışman uygulamaları için şu an en önemli hedef kitle Bireysel Emeklilik Sistemi

(BES) katılımcıları. Halihazırda mevcut uygulamaların genelde BES yatırımcılarına hizmet vermek üzere tasarlandığını gözlemliyoruz ki bu son derecede gerekli ve akılcı bir yönelim. BES’te 6.875.000, OKS de yaklaşık 5.000.000 katılımcı mevcut. BES ve OKS finansal okuryazarlığı bir miktar desteklese de, halen bu kadar yüksek sayıdaki yatırımcının yeterli finansal bilgiye sahip olduğu söylenemez. Emeklilik şirketlerinin son yıllarda yatırımcılarına danışmanlık hizmeti verme doğrultusunda daha aktif olduğunu gözlemlese de, bu halen sistemde yüksek tutarda birikimi olan katılımcılar için uzman desteğine erişebilmek anlamını taşıyor. Oysa ki esas danışmanlık ihtiyacı sistemde daha düşük tasarrufu olan geniş kitlelerde. Katılımcıların önemli bir yüzdesi finansal okuryazarlık bakımından beklenen yeterlilikte olmadığından varlık (fon) kompozisyonlarını dönemsel olarak doğru oluşturamıyor ve yılda altı kez fon dağılım değişikliği hakkı olmasına rağmen katılımcıların büyük çoğunluğu bu hakkını kullanmıyor. Bu nedenlerle getirilerden memnuniyetsizlik oluşuyor. Oysa tek tek baktığımız zaman fonların getirilerinin genelde makul ve benchmarklarına uygun olduğunu; sorunun her zaman ifade ettiğimiz gibi BES katılımcılarının varlık kompozisyonunu yönetemesinden kaynaklandığını görüyoruz. BES katılımcılarının %60’ı 25-44 yaş arasında. Yani teknoloji kullanım düzeyi yüksek bir yaş diliminden bahsediyoruz. İşte tam da bu noktada otomatik danışmanlar son derecede etkin ve faydalı bir katkı sağlayarak uzun vadede bireysel emeklilik sisteminin gelişimine de damga vurabilirler.



## Gayrimenkul Yatırım Fonlarında Risk Yönetim Sistemi

*Gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin esaslar tebliği, gayrimenkul yatırım fonu risk yönetim sisteminin portföy yönetim tebliğinde belirtilen hükümlerin yanı sıra, asgari olarak gayrimenkul yatırımlarına ilişkin finansman riski ve likidite riski ile diğer muhtemel risklerin yönetimini de içerecek şekilde oluşturulmasını zorunlu tutmuştur.*

**K**urumsal ve bireysel tasarruf sahipleri için yepyeni bir yatırım aracı olarak doğan ve gayrimenkul sektörü ile finans sektörü arasında yeni bir köprü kuran gayrimenkul yatırım fonlarının, gayrimenkul sektörüne, dolayısıyla Türkiye ekonomisine önemli bir kaynak sağlaması beklenmektedir. Ülkemizde gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin detaylı düzenleme-

ler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2014 yılında yayınlanmıştır. İlk gayrimenkul yatırım fonları 2015 yılı sonuna doğru kurulmuş ve nihayet 2016 yılında gayrimenkul yatırım fonları pay ihraçları yoluyla yatırımcılardan para toplamaya ve bu paralarla gayrimenkul yatırımları yapmaya başlamıştır. Bu yazımızda ülkemizde henüz yeni yeni uygulanmaya başlayan ancak her geçen gün daha fazla ilgi ve merak uyandıran gayrimenkul yatırım fonlarının risk yönetim sistemlerini

ana hatlarıyla sizlere tanıtmaya çalışacağız. Gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin esaslar tebliği, gayrimenkul yatırım fonu risk yönetim sisteminin portföy yönetim tebliğinde belirtilen hükümlerin yanı sıra, asgari olarak gayrimenkul yatırımlarına ilişkin finansman riski ve likidite riski ile diğer muhtemel risklerin yönetimini de içerecek şekilde oluşturulmasını zorunlu tutmuştur. Risk yönetim sistemi, yönetilen portföyün maruz kalabileceği temel



**Gökçen Yumurtacı**  
Risk Yöneticisi  
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

risklerin tanımlanmasını, risk tanımlamalarının düzenli olarak gözden geçirilmesini, önemli gelişmelere paralel olarak güncellenmesini ve maruz kalınan risklerin tutarlı bir şekilde değerlendirilmesini, tespitini, ölçümünü ve kontrolünü içeren bir risk ölçüm mekanizmasının oluşturulmasını içermelidir.

Risk yönetim sistemi, yönetilen

portföyün yatırım stratejisi ile yatırım yapılan varlıkların yapısına ve risk düzeyine uygun olarak oluşturulmalı ve şirketin iç kontrol sistemi ile bütünlük arz etmelidir.

Gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin risk yönetim prosedürünün yazılı hale getirilmesi zorunlu olup, prosedürün kabulü ve yürürlüğe konulması için Kurucu yönetim kurulunun kararı gerekmektedir. Gayrimenkul yatırım fonu risk yönetim prosedüründe gayrimenkul yatırımlarına ilişkin temel risk türleri tanımlanmalı, potansiyel riskler belirlenmeli ve riskleri önleyici tedbirler konusunda detaylı açıklamalar yer almalıdır. Gayrimenkul yatırımlarına ilişkin risk limitleri ve bunların aşılmaması için hangi periyotlar ile gözden geçirileceği prosedürde belirlenmelidir. Bütün yatırımlarda olduğu gibi gayrimenkul piyasalarına yönelik yapılan yatırımlar da beraberinde birtakım riskler taşımaktadır. Özellikle likidite riski, nakit çıkışlarını tam olarak ve zamanında karşı-

layacak düzeyde ve nitelikte nakit mevcuduna veya nakit girişine sahip bulunmaması nedeniyle fon tarafından maruz kalınabilecek zarar ihtimalini ifade etmektedir. Fon varlıklarının likit olmaması nedeniyle makul bir sürede piyasa değerinden nakde çevirme zorluğu, özellikle gayrimenkul yatırımlarının nakde dönüştürülürken süreç alması ve değere ilişkin belirsizlikler risk değerini arttırmaktadır. Gayrimenkul yatırımlarına ilişkin likidite riskinin nasıl ölçüleceği prosedürde açıkça belirlenmelidir. Gayrimenkul yatırımlarının likidite risk değeri hesaplanırken, gayrimenkullerin konumları, (şehir merkezi, şehir dışı, ulaşım arterine yakın, ulaşım arterine uzak vb.) ve özellikleri (tek veya çok mülkiyetli, kiracılı, kiracısız vb.) dikkate alınabilir. Gayrimenkul yatırımının konum ve özelliklerinin önem seviyesine göre bir ağırlık verilip, her gayrimenkul için (1 – 7) arasında likidite risk değerleri belirlenebilir. Likidite risk değeri atanan gayrimenkul yatırımının portföydeki ağırlığına göre tüm

### Prosedürde yer alacak likidite risk değeri hesaplanmasına örnek;

Fon Toplam Değeri (Liyidite Riski)		Kritik Kriterler		Orta Kriterler		Düşük Kriterler		Diğer Kriterler		Diğer Kriterler		Diğer Kriterler		Diğer Kriterler		Diğer Kriterler	
Gayrimenkul	20.000	Kritik Kriterler	2	Orta Kriterler	2	Düşük Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2
Gayrimenkul	20.000	Kritik Kriterler	2	Orta Kriterler	2	Düşük Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2
Gayrimenkul	20.000	Kritik Kriterler	2	Orta Kriterler	2	Düşük Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2
Gayrimenkul	20.000	Kritik Kriterler	2	Orta Kriterler	2	Düşük Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2	Diğer Kriterler	2

Gayrimenkul Yatırımlarında Dışarı Portföyün Likidite Risk Değeri: 1,12

Tek bir Gayrimenkulün Likidite Risk Değeri = [Kriter Ağırlık \* Likidite Risk Değeri (1 - 7 aralığı)]  
Portföyün Risk Değeri = Σ [Fon Toplam Değeri İçindeki Gayrimenkul Yatırımı Ağırlık \* Tek Bir Gayrimenkulün Likidite Risk Değeri]

Likidite Risk Değer Aralığı		Likidite Riski
Dahil	Haric	
1	4	Düşük
4	6	Orta
6	7	Yüksek
7+		Çok Yüksek

portföyün likidite risk değeri de hesaplanabilmektedir. Hesaplanan likidite risk değerleri portföydeki mevcut gayrimenkullerin yanı sıra, portföye alınması düşünülen gayrimenkuller için de bir gösterge olmakta, alım kararlarında bir kriter olarak yatırım komitesi tarafından değerlendirilebilmektedir. Yatırım yapılabilecek gayrimenkulün türüne göre parametreleri ve kriterleri belirlemek gerekmektedir. Konut yatırımlarında kentsel dönüşüme tabi olup olmadığı, hastane yatırımlarında yatak sayısı, otel yatırımlarında yıldız sayısı, fabrikalarda teşvik bölgesinde olup olmadığı, alışveriş merkezlerinde nüfus yoğunluğu, ofislerde ulaşım arterine yakınlık gibi kriterler önem kazanmaktadır.

Likidite riskinin yönetilebilmesi açısından yoğunlaşma riskinin sürekli olarak izlenmesi önemlidir. Yoğunlaşma riski, belli bir bölgeye, sektöre, varlığa/varlık grubuna ağırlıklı olarak yatırım yapılması sonucu, fon portföyünün bu varlıkların içerdiği risklere daha fazla maruz kalmasıdır.

Portföy çeşitlendirmesi ile bu risklerin en aza indirilmesi hedeflenmeli, belirli bir gruba, sektöre, bölgeye yatırımların yoğunlaşması durumunda yönetim kurulu veya yatırım komitesi bilgilendirilmelidir.

Fon portföylerinde yer alan gayrimenkul yatırımları ve gayrimenkul dışı yatırımlar için senaryo analizleri büyük önem taşımaktadır. Gayrimenkul yatırımlarına uygulanabilecek senaryo analizlerinde gayrimenkul fiyatlarında geçmişte yaşanan en büyük fiyat düşüşleri referans senaryo olarak belirlenebilir.

Fon portföyünde yer alan gayrimenkul yatırımları dışındaki yatırımlara ilişkin faiz, hisse senedi ve döviz şokları uygulayarak fon toplam

değerindeki azalışı izlemek ve bu riskler konusunda yatırım komitesi ni bilgilendirmek önemlidir.

Gayrimenkul yatırımlarının türlerine göre şok seviyelerini farklılaştırmak, senaryo analizleri sonuçlarını değerlendirirken karar alma süreçlerinde daha büyük fayda sağlamaktadır. Gayrimenkul sektör verileri ve gayrimenkul değerlendirme raporları dikkate alınarak gayrimenkul türlerine uygulanabilecek senaryo analizi için örnek;

Piyasa Riski:	Ortalama Sok %
*Ofis	-17
*Fabrika	-13
*Lojistik	-9
*Dükkan	-16
*AVM	-11

Fon'un ihtiyaç duyduğu finansman kaynaklarına zamanında ulaşamaması nedeniyle zarara uğrama ihtimali finansman riski olarak tanımlanmıştır. Yatırımları finanse edebilme kapasitesinin düşük olması halinde oluşacaktır. Fonun bir yatırımı finanse edebilme kapasitesi, likiditesi yüksek nakit ve nakit benzeri değerlere, borsalar da işlem gören kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçları, kamu ve/veya özel sektör kira sertifikaları, hisse senetleri, talep toplama dönemi sonunda elde edilecek nakit ile mevzuatta izin verilen borçlanma limitinin henüz kullanılmamış kısmı ilave edilerek bulunur. Finansman riski, planlanan yatırımların, yukarıda tanımlanan yatırımı finanse edebilme kapasitesinden yüksek olması halinde oluşacaktır.

Kaldıraç riski fon portföyüne yapılan türev araçlar işlemlerinden kaynaklanan açık pozisyonların içerdiği riskleri kapsamaktadır. Fon türev araçlara ve vaad sözleşmele-

rine sadece portföylerini döviz, faiz ve piyasa riskleri gibi risklere karşı korumak amacıyla ve içtüzüklerinde hüküm bulunmak koşuluyla taraf olabilir. Türev araçlar nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarı fon toplam değerinin %20'sini aşamaz. Bu bent kapsamında fonun açık pozisyon oranı günlük olarak standart yöntem ile hesaplanmalı, Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde yer verilen açık pozisyona ilişkin limit sürekli izlenmelidir.

Standart Yöntem			
...	...	...	...

“ Yatırım yapılabilecek gayrimenkulün türüne göre parametreleri ve kriterleri belirlemek gerekmektedir. Konut yatırımlarında kentsel dönüşüme tabi olup olmadığı, hastane yatırımlarında yatak sayısı, otel yatırımlarında yıldız sayısı, fabrikalarda teşvik bölgesinde olup olmadığı, alışveriş merkezlerinde nüfus yoğunluğu, ofislerde ulaşım arterine yakınlık gibi kriterler önem kazanmaktadır. ”



# K O N F E R A N S A J A N D A S I

**6 Şubat 2019** Çarşamba

Cayman Alternative Investment Summit, Grand Cayman <https://cais.ky/agenda/>

European Pensions Symposium, Roma <https://www.iiconferences.com/Institutional-Investor-Forums/27th-Annual-European-Pensions-Symposium>

**27 Şubat 2018** Çarşamba

Emerging Markets Forum, Austin <https://www.iiconferences.com/Institutional-Investor-Forums/Emerging-Markets-Forum>

**10 Şubat 2019** Pazar

Inside ETFs 2019, Hollywood, Florida <https://finance.knect365.com/insideetfs/>

**12 Şubat 2019** Salı

ALFI&ISLA, Lüksemburg <https://events.alfi.lu/alfi-islajoint-afternoon-briefing/>

Future Digital Finance 2019, Florida <https://netfinance.wbresearch.com/>

**26 Şubat 2019** Salı

Global Real Assets Investment Forum, Austin, <https://www.iiconferences.com/Institutional-Investor-Forums/Global-Real-Assets-Investment->

**28 Şubat 2018** Perşembe

Institutional Investor Summit, İtalya <https://www.iiconferences.com/European-Institutional-Investor-Institute/Institutional-Investor-Summit-Italy>



**4 Mart 2019** Pazartesi

Roundtable for Corporate Funds & Insurance Portfolios, Washington, <https://www.iiconferences.com/Event-Tpics/Pension-Funds>

**5 Mart 2019** Salı

ALFI Europeans Asset Management Conference, Lüksemburg <https://events.alfi.lu/eam18/>

**11 Mart 2019** Pazartesi

OECD Going Digital Summit, Paris, <http://www.oecd.org/going-digital/summit/>  
Fixed Income Leaders Summit, NY <https://emergingmarkets.wbresearch.com/>

**12 Mart 2019** Salı

MIPIM, Cannes <http://www.mipim.com/>  
Japan Global Investment Workshop, Tokyo <https://www.iiconferences.com/Institutional-Investor-Forums/Japan-Global-Investment-Workshop-2019>

**19 Mart 2019** Salı

The Network Forum Africa Meeting, Cape Town <https://www.thenetworkforum.net/africa2019>

Institutional Investor Nordic Summit, Stockholm, <https://www.iiconferences.com/European-Institutional-Investor-Institute/Institutional-Investor-Summit-Nordic>

**20 Mart 2019** Çarşamba

Global Anti-Corruption&Integrity Forum, Paris <http://www.oecd.org/corruption/integrity-forum/>

**27 Mart 2019** Çarşamba

Investors' Forum, Cenevre, <http://if.investeurope.eu/>



**9 Nisan 2019** Salı

Korea Global Investment Workshop, Seul, <https://www.iiconferences.com/Institutional-Investor-Forums/Korea-Global-Investment-Workshop-2019>

**23 Nisan 2019** Salı

Middle East Investment Summit, Dubai [www.terrapiin.com](http://www.terrapiin.com)

**24 Nisan 2019** Çarşamba

TradeTech Europe 2019, Paris <https://tradetecheu.wbresearch.com/>  
SuperReturn China, Pekin <https://finance.knect365.com/superreturnchina/>

**28 Nisan 2019** Pazar

GAIM Ops Cayman, Grand Cayman <https://finance.knect365.com/gaim-ops-cayman/>

## Sürdürülebilir Fonlar

**S**ürdürülebilir Fonlar (Sustainable Funds) aracılığı ile çevresel, sosyal ve yönetim kriterlerine önem veren ve etkin bir şekilde uygulayan şirketlere yatırım yapmak mümkün.

### Sürdürülebilir Fonların temelini oluşturan yatırım disiplini

Sürdürülebilir Fonlar, yatırım yapacağı şirketlerin performansını analiz ederken şirket değerlemesi ve gelir büyümesi gibi kriterlerle beraber olumlu toplumsal etki üretmek için çevresel, sosyal ve yönetim (ESG - Environmental, Social, Governance) kriterlerini de dikkate alan bir yatırım disiplini oluşturur. Bu fonlar, sürdürülebilirlikle ilgili bir tema izleyerek, ölçülebilir bir sosyal etki yaratmayı hedefler. Ayrıca ESG kriterlerinin baz alındığı şirket

analizi sayesinde, fon yöneticileri tarafından, o şirketin ticari faaliyetlerinin ve kârlarının sürdürülebilirliğinin daha iyi anlaşılması sağlanırken, aynı zamanda daha sınırlı bir analizde göz ardı edilebilecek birtakım riskler de ortadan kaldırılmış olur. Çevresel faktörlerin öne çıktığı fon grupları örnekleri arasında yatırım yapılan şirketin; karbon yoğunluğunun azaltılmasına yönelik çalışmaları, su tüketiminde tasarrufa yönelik girişimleri veya atık geri dönüşümünü destekleme politikaları yer almaktadır. Sosyal faktörlerin öne çıktığı grupta ise çalışanların çalışma standartları ve refahı, işyeri cinsiyet eşitliği gibi konular öne çıkmaktadır. Son olarak ise yönetim faktörlerinin öne çıktığı grupta yatırım yapılan şirketteki kurulların bağımsızlığı ve ilgili şirketin sürdürülebilirlik politikalarına üst yönetimin desteği yer almaktadır.

Alan	Bag toplu
Environment	Climate change risks Raw materials and water scarcity Pollution and waste Innovation, clean tech, renewable energy
Social	Labor policies and relations Product liability, including cyber security Controversial financing Social impact reporting
Governance	Shareholder rights, diversity Business ethics, transparency

### Sürdürülebilir Fonları öne çıkaran

**unsurlar:** Sürdürülebilir Fonların oluşturulmasını sağlayan unsurlar arasında portföy yöneticilerinin hedefleri, şirketlerin kurumsal vizyonu ve yatırımcıların sürdürülebilirlik kriterlerini uygulayan şirketlere olan taleplerini gösterebiliriz. Sürdürülebilir Fon yatırımcıları güçlü finansal performans beklentileri dışında, bu yatırımların sosyal, çevresel ve kurumsal yöneti-



M. Sinan Veziroğlu  
Sabit Getirili Portföy Yönetimi Portföy  
Yöneticisi  
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

şim uygulamalarındaki ilerlemelere katkıda bulunması için kullanılması gerektiğine inanır. Aynı yatırımcı grubu temiz teknoloji fonları gibi önemli sosyal veya çevresel faydalar sağlayacak yatırımları aktif olarak desteklemektedir.

Bazı yatırımcılar da, yatırım risklerini yönetmek için ESG kriterlerini öne çıkaran bir strateji takip etmeyi tercih etmektedir. Bu yatırımcılar, ayrıca fon portföylerinde bulunan şirketlerin kurumsal yönetim kalitesiyle bu şirketlerin gelecekteki problemlere hazırlıklı olma kapasiteleri, yani çevreci unsurlara ne kadar önem verdikleri gibi konuları anlamak için ESG kriterlerini gözden geçirmektedirler. Yapılan akademik araştırma sonuçlarına göre ESG kriterlerini etkin bir biçimde uygulayan şirketlerle bu şirketlerin finansal performansı arasında güçlü bir bağlantı bulunmaktadır. (Rashid Ameer and Radiah Othman, Sustainability Practices and Corporate Financial Performance: A Study Based on the Top Global Corporations, Journal of Business Ethics, 2012).

Küresel ısınma ve bununla beraber yaşanan çevresel sıkıntılar, şirketlerin ve yatırımcıların bu konuları

analiz ederek yönetmeyi öğrenmesi gerektiğini ve bu sorunlarla başa çıkmaya yönelik politikalar üretmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Buna yönelik strateji geliştiren yatırımcılar ve şirketler, uzun vadeli etkiye sahip yaratıcı piyasa çözümleri ile bu çevresel mücadeleyi desteklemek istemektedir. Bu anlamda ortaya konan ilk finansal ürün olarak Yeşil Tahviller (Green Bonds) örnek gösterilebilir. Hem bu tahvilleri ihraç eden şirketlerin sayısı hem de yatırımcılar arasında çevre dostu tahvillere olan talep her geçen yıl artmaktadır. Dünya Bankası'nın ilk yeşil tahvili ihraç etmesinden on yıl sonra, artık günümüzde çevre dostu yatırım ürünleri pazarına ilginin kuvvetli bir şekilde arttığı gözlemlenmektedir. Moody's rakamlarına göre, 2017 yılında ihraç edilen yeşil tahvillerin toplam değeri 2016 yılına göre yüzde 74 artarak 161 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Özetle, hem şirketlerden hem de yatırımcılardan gelen talepler sürdürülebilir yatırım ürünlerinin artmasını sağlamaktadır. Sürdürülebilir fonlarla ilgili 2017 yılında yapılan bir başka çalışmada, Morgan Stanley tarafından yapılan anket sonuçlarına göre, yatırımcıların yüzde 75'i sürdürülebilir yatırımlarla ilgilendiklerini ve yüzde 71'i de sürdürülebilirlik kriterlerini daha iyi uygulayan şirketlerin uzun vadeli yatırımlar için daha iyi olabileceğine inandığını belirtmiştir. Bu istatistik rakamlar, Sürdürülebilir Fonların önemini ve sektördeki büyüme potansiyelini açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Diğer bir tarafta ise Sürdürülebilir Fonlar piyasasını destekleyen düzenleyici otoriteler ve politika yapıcılar bulunmaktadır. Örnek olarak, Avrupa Komisyonu Mart 2018 tarihinde yayımladığı rapor (An Action Plan on Financing

Sustainable Growth) ile çevreci finansal ürünler için reform yol haritası ortaya koymuştur. Diğer taraftan ülkelerin kendisi de kendi içlerinde düzenlemeler geliştirmektedir. Fransa, İngiltere, Almanya ve Norveç gibi ülkelerin tamamı yakın zamanda çevreci yakıt teknolojisi-ne dayalı ulaşımı desteklemek için politikalar oluşturmuşlardır. Bu politikalar sayesinde de Uluslararası Enerji Birliği'nin öngördüğü gibi, örneğin elektrikli otomobil pazarının 2050 yılında küresel otomobil satışlarının yüzde 75'ini oluşturacağı tahmin edilmektedir. Şirketler de bu alandaki farkındalıklarını ortaya koymak ve teşviklerden faydalanmak için şirket politikalarını, ürün ve hizmetleri sunma biçimlerini gözden geçirerek çevreci tasarımları ön plana çıkarmaya başlamışlardır. Örneğin uluslararası taşımacılık şirketi olan DHL, küresel karbon emisyonunu azaltmak için 2018 Eylül ayında İngiltere'de güneş paneli donanımlı araçları kullanmayı tercih etmeye başlamıştır.

Dünya genelinde benzer girişimler artarak devam ederken, biz de İş Portföy olarak çevreye duyarlı teknoloji yatırımlarına destek olmak ve elektrikli araç sektörünün getirilerinden yararlanmak isteyen yatırımcılarımız için Haziran 2018'de İş Portföy Elektrikli Araçlar Karma Fonu'nu kurduk. Toplam portföyünün en az yüzde 80'i ile devamlı olarak, yurt içinde veya yurt dışında işlem gören ve elektrikli araç üreten şirketlerin yanı sıra, akıllı araç teknolojisi geliştiren, pil üretimi yapan ve pil üretiminde kullanılan lityum ve kobalt gibi madenleri işleyen madencilik şirketlerinin ortaklık paylarına ve özel sektör borçlanma araçlarına yatırım yapmayı hedefleyen Fon'la, bireysel yatırımın çok da kolay olmadığı bu alanda, elektrikli otomobil üretim



# YATIRIM TRENDLERİ

sürecinin tamamına yatırım yapmak kolay hale geldi.

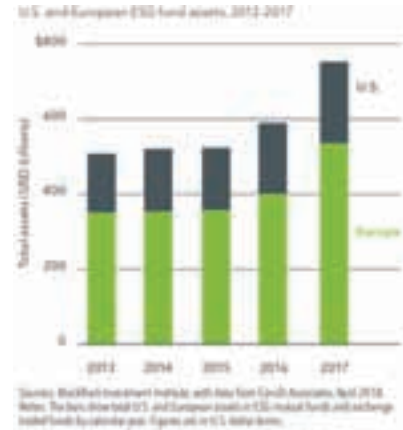


## Sürdürülebilir Fonların küresel ölçekte gelişimi:

Sürdürülebilir yatırım prensiplerini öne çıkaran çeşitli portföylerin büyüklüğü son 10 yılda yüzde 600'den fazla bir artışla küresel olarak 23 trilyon ABD dolarına yükselmiştir (Kaynak: Morningstar). Sürdürülebilir Fonların varlık büyüklüğü, 2017 yıl sonu itibarıyla Amerika'da 12 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır (yıllık yüzde 38 artış). Bu büyüklük Amerika'da profesyonel fon yöneticileri tarafından yönetilen toplam varlığın dörtte birini oluşturmaktadır (toplam varlık büyüklüğü 46 trilyon ABD dolarıdır). The US SIF Foundation tarafından ortaya konan bu rakamlar ile Sürdürülebilir Fonların önemi daha net anlaşılabilir. Ayrıca, bu kurumun 2018 yılında yayınladığı rapora göre "iklim değişikliğini dikkate alan varlık sınıflandırması" en hızlı büyüyen alan olmuş ve 2016 yılına göre iki kat artarak

3 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır. (Kaynak: The US SIF Foundation 2018 Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends).

Sürdürülebilirlik kriterleri doğrultusunda yatırım yapan Yatırım Fonları ve ETF'lerin büyüklüğüne baktığımızda ise, Avrupa ülkelerindeki gelişim dikkat çekicidir. Cerulli Associates verilerine göre Amerika ve Avrupa ülkelerinde bu grup altında kurulmuş fonların büyüklüğü 2017 yılı sonu itibarıyla 800 milyar ABD dolarına yaklaşmıştır. Avrupa ülkelerinde kurulan fonlar ise 2016 yılına göre yüzde 35 artış kaydederek 550 milyar ABD dolarına ulaşmıştır.



## Sürdürülebilir Fonlar içinde en hızlı büyüyen alan Alternatif Yatırım Fonları:

The US SIF Foundation verilerine göre Alternatif Yatırım Fonları, 2016 yılından 2017 yılına en hızlı büyüyen fon grubunu oluşturmaktadır. Amerika'da sürdürülebilirlik kriterleri doğrultusunda yatırım yapan Alternatif Yatırım Fonları 2016 yılında 206 milyar ABD doları seviyesinden 2017 yılında 588 milyar ABD dolarına ulaşmış ve ilgili fon sayısı 413'ten 780'e

çıkarak yüzde 89 oranında artmıştır. Özellikle sürdürülebilirlik kriterleri doğrultusunda yatırım yapan Alternatif Yatırım Fonları, son yıllarda bazı büyük yatırımcıları da kendine çekmektedir. Örnek olarak Bill ve Melinda Gates ve diğer tanınmış yatırımcılar Jeff Bezos, Michael Bloomberg ve Jack Ma tarafından, amacı sera gazı emisyonunu azaltmak olan, 2 milyar dolarlık yeşil enerji fonu (Breakthrough Energy Ventures) oluşturmuşlardır. Söz konusu fonlara ülkemizden de örnekler vermek mümkündür. Fon ihracı Aralık 2017'de gerçekleşen ve 220 milyon TL'ye yaklaşan İş Portföy Yönetimi A.Ş. Altyapı Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, ağırlıklı olarak yatırım yapacağı alanı yenilenebilir enerji sektörü olarak belirlemiş ve geçtiğimiz ay üç rüzgar elektrik santralının yüzde 50'sine yatırım yapmıştır. Toplam 42 MW elektrik üretim kapasiteli bu yatırım, ülkemizde bir girişim sermayesi fonu tarafından yapılmış en büyük enerji yatırımı olmuştur. Önümüzdeki dönemde de yeni nesil fonların sektörde ilgi çeken temalardan olmaya devam etmelerini bekliyoruz.





# Kitap: Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Muhasebe Uygulamaları

**Y**atırım Fonları ile olan maceram 1997 yılında özel sektörde bir aracı kurumda Fon ve Portföy Yönetimi Bölümündeki görevim esnasında başladı.

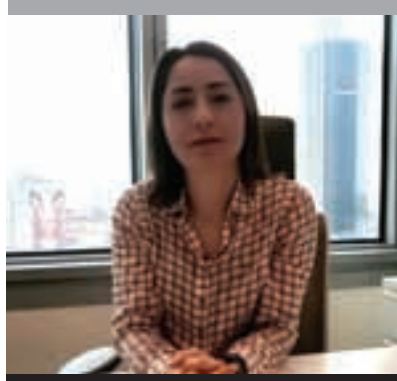
İlk zamanlar oldukça kısıtlı sayıda olan menkul kıymet yatırım fonları, günümüzde portföylerinde nerede ise tüm finansal enstrümanları barındırabilecek kadar çeşitlenmiştir.

Farklı kurumlarda 21 yıl boyunca mevzuatta yeri olan nerede ise tüm fon tiplerinde fon kuruluş, halka arz, birleşme, dönüşüm, tüm resmi kurum akışları, mutabakatlar, günlük operasyonel akışlar ve zaman içinde defalarca revize edilen tebliğ ve kanunlara uyum için zorunluluk olan tüm işleri bizzat yaptım ve yapan ekipleri yönettim. Mevzuatta yer alan fon tiplerinin ilk örneklerini hayata geçiren ekiplerin yönetiminde zevkle ve heyecan ile yer aldım.

Bu zaman zarfında geçirdiğimiz sayısız denetimde ve yeni fon tiplerinin ilk kuruluş ve hayata geçiş aşamasında, süreçleri başından sonuna eksiksiz olarak anlatan yazılı kaynakların eksikliği her zaman en büyük sorunlarımızdan biri oldu.

Sermaye Piyasası Kurulu kurumlar için lisanslı personel istihdam zorunluluğu getirmeden önceki dönemde nerede ise yazılı kaynak sadece SPK Tebliğleri idi. Sermaye Piyasaları ile ilgili lisans programları son yıllarda yaygınlaşsa da, Operasyon ve Takas gibi süreçlerdeki lisans ve lisansüstü seviyesindeki eğitim, halen teori ve pratiği bütünleşmediği için yetersiz kalmaktadır.

Aracı kurum ve Bankalarda Destek Birimleri olarak nitelendirebileceğimiz Operasyon ve Takas ekiplerinde “alaylı” olarak, çalışarak bilgiye sahip olmuş kıdemli bir personelin yeni gelen arkada-



Berna Sema Yiğit Sevindi  
Birim Yöneticisi  
Fon Operasyon  
QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

şa iş öğretmesi halen en çok uygulanan yöntemdir.

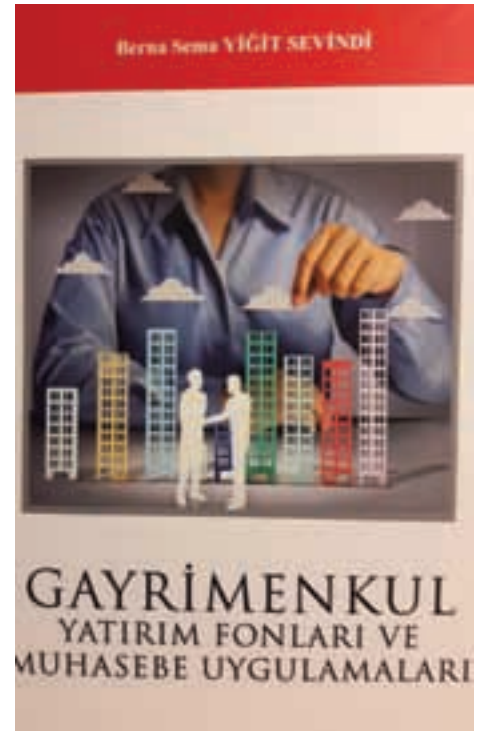
Hali hazırda Fon Operasyonlarının tümünden sorumlu olduğum kurum, sektördeki en büyük Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Fonlarının Fon Hizmet Birimi ve Saklamacı olarak anlaşma imzaladığında, benim için yeni bir macera başladı. Her adımında yeni bir soru ve çözümlenmesi gereken bir detay ile karşılaştık. Başlangıçta piyasada bulunan fon fiyatı hesaplanan ve saklama amacı ile kullanılan yazılımlar açısından da Gayrimenkul Yatırım Fonları birkaç bilinmeyenli denklem idi. Uzun uğraşlar, mesailer, araştırmalar ve nihayetinde resmi kurumlarla yapılan görüşmelerle varılan mutabakatlar sonucu Gayrimenkul Yatırım Fonları gerektiği gibi işleyip, değerlendirilip, saklanabilir ve denetlenebilir hale geldi. Hali hazırda Fon Hizmet Birimi ve Saklamacı kurum olarak çalıştığımız fonlar, piyasada hatırı sayılır bir büyüklüğe ulaşmış durumdadır.

Portföy detayı nedeni ile diğerlerinden çok farklı uygulamaları ve kendine has süreçleri olan Gayrimenkul Fonları ile ilgili bizzat gerçek hayattaki işlemler üzerinden edindiğim bilgileri, özellik-

le sektöre yeni başlayan Fon Hizmet Biriminde görev alan meslektaşlarımın faydalanabileceği bir başucu kitabında toplamak istedim.

“Gayrimenkul Yatırım Fonları Ve Muhasebe Uygulamaları” kitabım; Gayrimenkul Portföy Yönetim Şirketleri, Portföy Yönetim Şirketleri ve Gayrimenkul/ Girişim Sermayesi Portföy Yönetim şirketleri tarafından kurulan Gayrimenkul Yatırım Fonlarının;

- ▶ SPK Başvurusu ve Süreçlerini,
- ▶ Kuruluş Süreçleri ve Fon Katılma Paylarının ihraç süreçlerini,
- ▶ Kuruluş aşamasındaki Operasyonel süreçleri,
- ▶ Resmi kurum ve diğer kurumlarla yapılacak başvuru süreçlerini,
- ▶ Fon Fiyatlamasında kullanılacak muhasebe uygulamalarını içermektedir. Okuyanlara faydalı olmasını ve işlerini kolaylaştırmasını umut ediyorum.





## Dijital Dönüşüm ve Türkiye Sermaye Piyasaları

*Dünyada makine öğrenmesi ve yapay zeka uygulamalarına en açık ve robotlara devretmeye en uygun iş süreçlerinin bulunduğu sektörler arasında en tepede finansal hizmetler geliyor...*

**I**ş dünyası değişiyor. Hemen tüm sektörlerde, bildiğimiz o 'insan odaklı' iş akışları, artık ölüyor. İnsanın merkezinde olduğu bu eski süreçler ölürken de yerlerine, genelde makine öğrenmesi ve yapay zekadan destek alınan, daha robotize, daha dijital, daha 'insansı' (insan değil, insansı) süreçleri koyuyoruz. Daha verimli, daha hızlı, daha yalın, daha düşük ma-

liyetli olmaları mertebelerinde robotlar, artık düzenli ve tekrar eden işlerin yükünü insanların üzerinden alıyor ve iş dünyasının dinamiklerini de sonsuza kadar değiştirecek bir dönemin habercisi oluyorlar.

Dönüşüm (devrimi) her yerde, ve bizden daha detaylıca bahsedeceğimiz üzere bankacılık ve finans sektöründe de inanılmaz şeyler olmuyor değil. Ama önce, insanların üstüne üstüne

gelen bu kartopunun hızına ve nasıl da çığa dönüşeceğine (dönüşüğüne mi demeli) bir bakalım. Bilgi teknolojilerindeki trendleri yakından takip eden pazar araştırması şirketi IDC'nin hazırladığı bir rapora göre iş dünyası, şirketlerini dijital dönüştürmek için, sadece 2018'de, toplam 19 milyar dolar harcamış. Bu rakam, 2017'nin de %54 üzerindeymiş (ki, 2017'de de 2016'nın %35 üzerindey-



**Aykut Sarıbiyik**  
Yönetici Ortak  
Verizeka

di.) Daha da önemlisi, aslında süreç daha yeni başlıyor da denebilir keza IDC, bir başka raporunda, dijital dönüşüm harcamalarının 2021 yılında yılda 52 milyar dolar civarında seyredeceğini öngörüyor. Kısaca, hemen her sektörde, ki buna bankacılık ve finans da dahil, dönüşüm bırakın geride kalmayı aksine hızlanarak devam ediyor, ve yavaşlamaya da niyeti yok. Bu beklentiyi bir cebimize koyalım.

Ve yapılan harcamalara, yazılan raporlara, açıklanan şirket satın almalarına, CEO'ların açıkladığı kurumsal vizyon metinlerine, kurumsal girişimcilik ve bankalar civarında toplaşan start-up ekosistemlerine de dikkatli bakınca anlıyoruz ki, bankacılık sektörü (ve özelinde sermaye piyasaları), çoktandır, dijital dönüşüm için açık bir hedef olmuş durumda. Yönetim Danışmanlığı şirketi McKinsey'in 2017 yılında yayınladığı bir raporda aslında resim gayet net olarak çizilmiş. Bu rapordan anlıyoruz ki, dünyada makine öğrenmesi ve yapay zeka uygulamalarına en açık ve robotlara devretmeye en uygun iş süreçlerinin bulunduğu sektörler arasında en tepede hangi sektör var dersanız, cevabı tahmin etmek zor değil. Bu rapora göre finansal hizmetler, dünyada 'digital transformati-

on' (dijital dönüşüm) yatırımlarının en çok yapıldığı sektörlerin başında geliyor. (Ama sektör olarak yalnız da değiliz merak etmeyin: Perakende, telekomünikasyon, lojistik, seyahat ve turizm, sağlık, perakende ve eğitim sektörleri de bizim sektörümüzü yakın ara takip ediyorlar.)

Bankacılık ve finans sektöründeki dönüşüme, biraz daha detaylı bakalım. Aslında hesap ortada; AT Karney'in 2017 yılında hazırladığı bir rapora göre, yapay zeka ve makine öğrenmesini finans dünyası en çok şu dört alanda değerlendirmeye niyetli gibi:

- (1) Varlık yönetimi ve araştırmalar (Robo-advisory)
- (2) Alım satım teknolojileri ve emir iletimi (Execution Systems)
- (3) Takas ve saklama (Digitalization and tokenizing the assets)
- (4) Müşteri hizmetleri (Chat-bots)

Bu işlere "ön cephe" dersek, aslında sektörün arka ofisinde de (veri) robotlarıyla bir arada çalışmaya hazır olmamız gerekiyor sanırım. Keza aynı rapora göre:

- (1) Risk yönetimi (Detecting fraud and anomalies)
- (2) Bilgi güvenliği (Security intrusions)
- (3) Müşteri ilişkileri yönetimi (CRM)
- (4) Ve hizmet dağıtım kanalları (web, on-line, mobile services, apps, chat-bots)

Alt iş kollarında da tüm dünya harıl harıl çalışıyor, yatırımlar yapıyor ve projeler geliştiriyor.

Türkiye'ye bakacak olursak; Aslında Türkiye sermaye piyasalarının teknolojik seviyesini bir masaya yatırmamız lazım gerçekten. Sektördeki dijital dönüşüm fırsatlarına detaylıca bir bakmalı, veri makinelerine yapılacak yatırımların sektördeki oyunculara (hem kurumlara hem de çalışanlara) sağlayacağı fırsatları da uzun uzun konuşmalıyız. Bir taraftan, sanıyorum ki bu başlık bir başka uzun yazıyı hak ediyor olmalı.

Diğer taraftansa burada belki tek bir mesajı vererek bu önemli başlığı şimdilik kapatmamız da yanlış olmaz: Dijitalleşme yatırımları noktasında, hem ülke hem de sermaye piyasaları sektörü olarak, çok daha hızlı koşmamız gerekiyor artık, burası kesin. Dünya ile aramızdaki fark aleyhimize olacak şekilde açılıyor ve pek çok fütüristin de altını çizdiği gibi, eğer bu fark daha da açılacak olursa, önce 'kapanamayacak kadar büyük bir teknoloji dezavantajı' doğabilir ve sonrasında da artık içine düştüğümüz bir 'dijital uçurum'la karşılaşabiliriz. Durumun vahametini vurgulamak için şöyle basit bir istatistik verelim: Dünyanın en geleksel aracı kurumlarından biri olan Vanguard, fazla uzak değil, 2011 yılında, dijital dönüşüme odaklandığını ve robo-advisory yatırımlarına hız vereceğini açıkladı. 2013 yılında da robo-advisory servisini hayata geçirdi. Bugün, bu servis, sadece 5. yılın sonunda, 110 milyar dolara yakın bir varlığı yönetiyor hale gelmiş durumda. Ve bu rakam, Türkiye'deki BES, yatırım fonları ve özel portföylerin tamamının toplamının neredeyse iki katı bir büyüklüğe denk geliyor. 2013 yılında başlayan bir operasyonun an itibarıyla iki Türkiye kadar bir varlığı yönetmeye başlamış olması dinamiğini, sektör olarak, iyice değerlendirmemiz gerekir diye düşünmemek mümkün değil elbette. Hah, dijital uçurum demiştik; bu uçurumun üzerinde vaktinde bu gibi yatırımlara imkan ve kaynak ayırmış ülkeler dururken, bu artık asla aşılamaz hale gelecek olan uçurumun altında da, bu süreci ıskalayan Türkiye ve benzeri ülkeler kalabilir. Dünyada onarılmayacak kadar büyük farklar açılmaya başlamışken, bizler de, bir an önce, aradaki farkı kapatacak ülkesel, sektörel, kurumsal stratejileri çizmeli ve bu vizyonun peşinde koşmaya da bir an önce başlamalıyız.





## Zihin Kontrolü\*

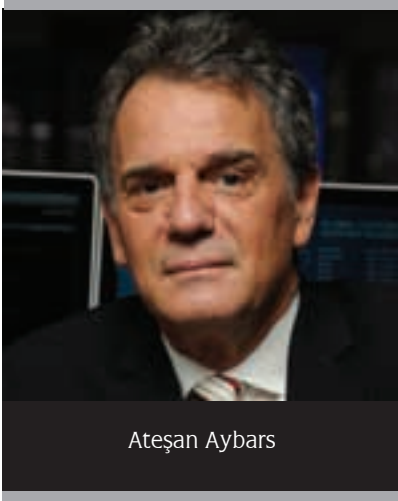
*Son zamanlarda hızla gelişen 'cognitive bilimlerde, örneğin, nörofizyoloji alanında yapılan araştırma ve bulgulara göre, risk algımız sadece düşüncede kalmaz, fiziki olarak da hazırlanırız. Elektrik ve kimyasal taşıyıcılar beden-zihin bütünlüğünü sağlayacak şekilde görev üstlenirler ve başarılı risk alma eyleminde hızlı reaksiyon gösterilmesine ve duyuların hassaslaşmasına yol açarlar.*

**K**lasik finanstan söz edilince, akla gelen teorilerden CAPM (Capital Asset Pricing Model) ve EMH (Efficient Market Hypothesis) yatırımcıların rasyonel davrandığını ve sonucu tahmin edilebilir riskler aldığını varsayar. Uzun süre bu tür teoriler ideal beklentilerin gerçekleşmesinde oldukça saygın, güvenilir tahminler yapmışlardır ama zaman geçtikçe gerçek dünyanın daha karmaşık olduğunu ve yatırımcıların rasyonel karar almakta zorlandıklarını kabul etmek durumunda kalmışlar ve birçok anormalliği açıklayamamış, duygusallık ve diğer psikolojik faktörlerin bireylerin karar verme aşamasında etkisini ihmal etmişler, yeni kavramlar geliştirmek zorunda kalmışlardır. Nitekim, gerçek dünyada bireyler sık

sık sürünge beyine müracaat ederek rasyonel olmayan kararlar alırlar. Örneğin, Birçok insan büyük ikramiyeyi kazanmak için piyango bileti satın alır. Mantıklı bir bakış açısı bu eylemin pek akıllı olmadığını söyler, zira kazanma olasılığı 20-30 milyonda bir şansa olmasına rağmen, milyonlarca insan bu faaliyete akıl almaz para harcarlar. Klasik teorilerin cevaplayamadığı bu tür anormallikler, akademisyenlerin bilişsel psikolojiye yönelmesine yol açmıştır. Kısaca, klasik teoriler rasyonel düşünce ile sonuca giderken davranışsal finans rasyonel olmayan davranışlarımızı da anlamaya çalışır. Bilişsel (cognitive) psikolog Daniel Kahnemann ve Amos Tversky davranışsal finansın kurucuları olarak 1960 yıllarında başlayan çalışmalarını ile deneysel ve teorik olarak yatırım arena-

sına birçok katkıları olmuş ve Daniel Kahnemann 2002 yılında ekonomi alanında Nobel ödülü almıştır. Bu ikilinin bilişsel çalışmaları daha çok beklenmedik davranışların nedenlerini araştırmak üzerine gelişmiş ve davranışsal finans alanına iki önemli teori (Prospect Theory ve Loss Aversion) kazandırmışlardır. Ancak, Daniel Kahnemann ve Amos Tversky davranışsal finansın temellerini atarken, geçen yılın ekonomi Nobel ödül sahibi Richard Thaler'in çalışmaları olmadan davranışsal finans bugünlere gelemezdi. Kendinden önceki çalışmalara göz atan Richard Thaler, rasyonel olmayan davranışların psikolojik tabanlı olduğunu, ekonomi ve finansı psikoloji ile harmanlayarak "zihinsel sorgulama" (mental accounting) ve diğer bazı önyargı olarak bildiğimiz "zihinsel kısa





Ateşan Aybars

yol ya da refleksler” gibi kavramların anlaşılmasını sağladı. Ancak “heuristics” denilen bu ön yargıların kontrol edilmesi iyi bir trader olmak için yeterli değildir. Zira, rasyonel karar alabilme becerisi, kontrol edilmesi mümkün olmayan daha derin biyolojik (hormonal) fonksiyonlara bağlıdır. Biyoloji ve finansal piyasaları ilişkilendirmek ya da birlikte düşünmek kulağa tuhaf gelebilir. Ekonomistler varlık getiri hesaplarını, optimal varlık dağılımını, finansal raporları incelemeyi, yatırımları karşılaştırmayı, riske karşı getiri hesaplarını vb. gibi finansal riskin değerlendirilmesini entelektüel bir çaba olarak görürler. Bu uğraşıya yaklaşımları rasyoneldir. Bu anlamda, ekonomi çalışmaları büyük anlatı (narrative) peşinde koşarlar, oysa finans alanı faydacıdır (pragmatik), uğraşları doğrudan para ile ilgilidir ve trader’ın zihin beden bütünlüğü (homoestasis) her an finans faaliyetleri ile iç içedir. Son zamanlarda hızla gelişen ‘cognitive bilimlerde, örneğin, nörofizyoloji alanında yapılan araştırma ve bulgulara göre, risk algımız sadece düşüncede kalmaz, fiziki olarak da hazırlanır. Elektrik ve kimyasal taşıyıcılar bedenzihin bütünlüğünü sağlayacak şekilde görev üstlenirler ve başarılı risk alma eyleminde hızlı reaksiyon gösterilmesine ve duyuların hassaslaşmasına yol açarlar. Örneğin, Foreks piyasasında iş-

lem yapan trader’ların zor durumlarda strese hazırlıklı olmaları için metabolizmaları hızlanır, soluklanma ile oksijen ihtiyacı artar, kalp atışları hızlanır, bağışıklık sistemi olası risklere karşı önlem hazırlıklarına başlar. Beyinden başlayan sinir sistemi kan dolaşımındaki hormonları ihtiyaca ve koşullara göre yönlendirir ve spekülör kontrol dışı steroid hormonların sağladığı yüksek enerjiyi hissetmeye başlar ve kolayca irrasyonel karar alabilirler. Rasyonel olabilmek için riskin az olması ve dolaşısıyla hormonlara aşırı görev yüklenmemesi gerekir. Örneğin, son derece kibar ve iyi bir insan olan komşunuzun bir gün gazetelerde cinayet işlediği haberini okuyup şaşkına dönebilirsiniz. Komşu gerçekten son derece rasyonel bir insan olabilir ama aşırı stres yaratan bir olay ardından sürüngen beyni ile irrasyonel bir karar verebilir ve eyleme dönüştürebilir.

Evrin sürecinde diğer türlerden farklı olarak modern insan biyolojisinde üst beyin ve beyincik (Cerebellum) yanı sıra iki ayrı bölgede homosapien beyin gelişimi devam etmiştir, hipotalamus ve amiglada. Hipotalamus, yeme-içme, uyuma, vücutta sodyum seviyesini ayarlama ve su tutma, üreme, agresif davranış vs. gibi alt beyin ve orta beyin ile ilgili davranışları hormonlar vasıtası ile kontrol eder. Örneğin, kavga eden bir kedinin sırtını yukarı çekip, garip sesler çıkarması, tüylerinin kalkması, adrenalin salgılaması gibi kızgınlığın farklı görünümünü bir araya koyup tek bir hareket gibi bütünleştiren algı hipotalamus’un kontrolündedir. Amiglada, diğer yanda, olaylar karşısında duygusallık ölçüsünü, önemini belirler. Amiglada olmasaydı, saldıran bir ayı tehdit edici şekilde hareket eden bir nesneden farklı birşey olmazdı ama talamus yardımıyla amiglada devreye girer, tehdit edici hareket eden şeyin tehditkar bir ayı olduğu anlaşılır ve muhtemelen ilk ağaca tırmanma isteği ve çabası başlardı. Amiglada, dışarıdan gelen tehditlere karşı tehlikeyi kaydederek ve stres tepkisi olarak bilinen fiz-

yolojik faaliyeti başlatır. İç ve dış tehditlerin karşılıklı geri beslemesi bazen anksiyete ve panik ataklarının nedeni olarak bilinir. Önemli bir ekonomik veri öncesi teminat çağrısı eşliğinde endişeyle ekrana yapışan bir trader’ın veri açıklandığında rasyonel davranabilmesi kolay değildir, hormonlar aracılığı ile kolayca sürüngen beyine düşerek irrasyonel karar alabilir. Malesef, fizyolojik faaliyetlerimize bağlı olan bu davranışın kontrol edilmesi mümkün değildir. Joe LeDoux’un açıkladığı gibi beyin sapından yukarı doğru orta beyin ve neo-kortekse bağlanan aksonların miktarı aksi yöndeki (aşağı doğru giden) aksonlara kıyasla sayıca çok daha fazladır. Yani, üst beyinin alt beyine etkisi çok az sayıda bağlantı nedeniyle sınırlıdır. Asansör ya da kapalı araba parkında panik atak yaşayanlar ya da yanlış birisine aşık olanlar bilirler. Çatışmalı evlilik ilişkisini yürütmeye çalışan bir kadın bilinçli olarak duygularını değiştirebilir (çocuklarının hatırına ya da bu defa olur iyimserliği ile) ve eşi ile ilişkisini düzeltmeye çalışır. Ancak, hayatta kalmamızı sağlayan güçlü alt beyinin ikna edilmesi zor olduğundan çabaları her defasında başarısızlıkla sonuçlanır. Finansal piyasalarda trader’lar arasında yapılan stres ile ilgili çeşitli anketlerde, trader’ların kaybettikleri para veya piyasalardaki aşırı volatilitenin etkisi sorulduğunda fazla etkilenmediklerini ifade etmelerine rağmen ölçülen kortizol seviyelerinde ciddi artışlar kaydedilmiştir. Diğer bir deyişle strese karşı bilinç ve bilinç-altı tepkileri birbirinden kopuktur. Hatta, kaybedenlerin çok defa bilinçli olarak bahane hikayelerine sığındıkları da bu kopukluğun delilidir. Son olarak unutulmasın; sportif rekabete ya da acil durumlara karşı stres tepkisi kısa sürelidir, birkaç dakika, saat ya da gün sürebilir ama finansal risk almanın etkisi çok daha uzun erimli olacak ve başarısızlıklar evliliği, arkadaşlıkları, çevreyi yani kişinin topyekün sosyal varlığını derinden etkileyecektir.

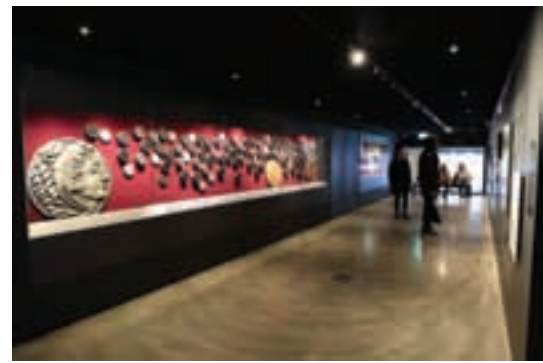
# Yapı Kredi Kültür Sanat “Yarım Asırlık Sanat Mabedi”

**I**stiklal Caddesi'nde 1964 yılından bu yana faaliyet gösteren Yapı Kredi Kültür Sanat binamız, yapılan renovasyonun ardından 2017 yılında yeniden açıldı. Galatasaray Meydanı'nı camdan bir cepheyle kucaklayan Yapı Kredi Kültür Sanat binası kitabevi, müze, sergi, kütüphane, etkinlik alanları ile İstanbul'da kültür sanat dünyasının buluşma noktası. Türkiye'nin en bilinen heykeli olan İlhan Koman'ın “Akdeniz” heykeline de ev sahipliği yapan binamızın giriş katında Yapı Kredi Yayınları'nın tüm kitaplarının bulunduğu bir kitabevi, ilk katta banka koleksiyonlarında yer alan eserlerin sergilendiği müze, ikinci ve üçüncü katlarda sergi alanları, dördüncü katta yine meydandan seyredilebilen ve her ay tiyatro, söyleşi, konferans, performans ve film gösterimlerine ev sahipliği yapan bir salon bulunuyor. Binamızın beşinci katında ise 4.000'i nadir eser olmak üzere yaklaşık 80.000'i aşkın kitaba erişilebilecek olan bu kütüphane, 6. ve 7. katlarda ise ofisler ve yayınevimiz var.

Yapı Kredi Kültür Sanat olarak 2018 yılı boyunca Loca adlı performans salonumuzda ve YKY Beyoğlu Kitabevi içinde bulunan Oda'da 242 etkinlik düzenledik. Başta İstanbul Kültür Sanat Festivali'nin etkinlikleri olmak üzere 47 etkinliğe ev sahipliği yaptık. Tüm bu etkinlikler ve yaptığımız sergiler ile 200 bine yakın ziyaretçiye ulaştık. Sergi salonlarımızda 16 Mayıs - 14



Haziran 2018 tarihleri arasında Cemal Erez'in “Yedi Günah” ve “Bir Bürokratin 24 Saati” adlı iki bölümden oluşan resim sergisi, 16 Mayıs - 29 Temmuz 2018 tarihleri arasında Mat Collishaw'un “Eşikler” adlı sanal gerçeklik sergisi, 22 Haziran- 29 Temmuz 2018 tarihleri arasında “İntihal mi? Hal mi?” başlıklı bir grup sergisi, 23 Mayıs – 29 Temmuz 2018 tarihleri arasında 1920 ve 1930'lu yıllarda basın fotoğrafçılarının çektiği Ankara, Belgrad, İstanbul, Saraybosna fotoğraflarından oluşan “Osmanlı Sonrasında Devinen Şehirler” sergisi, 14 Şubat – 27 Nisan 2018 tarihleri arasında Sabahattin Ali'nin kendi kaleminden anlatımıyla kurgulanan “Şehirlere Alışamadı:





**Veysel Uğurlu**  
Genel Müdür Yardımcısı  
Yapı Kredi Kültür Sanat

Sabahattin Ali'nin Şehirleri" sergisi ve 21 Kasım 2018 - 20 Ocak 2019 tarihleri arasında İlhan Berk'in 100. doğum yıldönümü için hazırlanan "Şiir Her Yerdedir - İlhan Berk 100 Yaşında" sergilerini sanatseverlerle buluşturduk. Ayrıca 22 Eylül - 4 Kasım 2018 tarihleri arasında İstanbul Kültür Sanat Vakfı (İKSV) tarafından düzenlenen "Okullar Okulu" başlığı altında Jan Boelen küratörlüğünde düzenlenen 4. İstanbul Tasarım Bienali'ne de ev sahipliği yaptık. Müze katında ise Yapı Kredi Müzesi sikke koleksiyonundan ilhamla 14 Şubat 2018 - 27 Nisan 2018 tarihleri arasında hazırlanan "Bir Meteliğin Peşinde" sergisi ve 14 Eylül - 1 Kasım 2018 tarihleri arasında Yapı Kredi Müzesi sikke koleksiyonundan hazırlanan "İktidar İmgeleri: Lidya'dan Osmanlı'ya Paranın Yolculuğu" sergisi ve son olarak da 21 Kasım 2018 - 28 Nisan 2019 tarihleri arasında Osmanlı tombak sanatının en zarif örneklerinin sergilendiği "Tombak" sergimizi yaptık. 2018 yılında ayrıca Yapı Kredi Yayınları olarak yeni ve tekrar baskı olmak üzere 5 milyondan fazla kitap basarak ve başlık sayısında 5000. kitabımızı yayımlayarak yine

bir rekora imza attık. 5000. kitap olarak büyük şair Nâzım Hikmet'in "Nâzım'ın Cep Defterlerinde Kavga, Aşk ve Şiir Notları (1937 - 1942)"nı bastık.

2019 yılında ise prodüksiyon gerektiren etkinliklerimiz ağırlık kazanacak, YKY yayınları ve sergileri odak noktasına alınarak üretilecek performans, tiyatro ve konserlere yer vereceğiz. 2019 yılı için düşündüğümüz sergilerin başında da Gerhard Steidl'in küratörlüğünü üstlendiği, Orhan Pamuk'un "Balkon" isimli, kendi çektiği fotoğraflarından oluşan bir sergi, 1923 - 79 tarihleri arasında İstanbul'da yaşayan bir Bulgar ailenin sosyolojik ve kültürel açıdan kente bakışını fotoğraflar, mektuplar, resimler, efemera, kitaplar, eşyalar vb. eşliğinde anlatan Şehrin Azınlık Belliği sergisi, Yapı Kredi Bankası'nın 75. yıl sergisi, 19 Mayıs'ın 100. yılında Atatürk sergisi ve retrospektif Sagalassos sergisi bulunuyor.

### **Yapı Kredi Yayınları olarak 2019'da çıkaracağımız önemli kitaplardan bazıları ise şöyle:**

Veba Geceleri - Orhan Pamuk  
Ah Ayetleri - Furuğ  
Toplu Şiirler - Furuğ  
Berta İsla - Javier Marias  
Gergedan: Büyük Küfür Kitabı - Mine Söğüt  
Bilinç Nehri - Oliver Sacks  
İstanbul'dan Anadolu'ya Rumların Yemek Kültürü - Sula Bozsis  
70'li Yıllarda Türkiye - Derya Bengi  
Kültür ve Psikanaliz - Bella Habip  
Kantolar - Ezra Pound  
Tehlikeliydi, Biliyordum - Lale Müldür  
Gemide Yer Yok - Ömer F. Oyal  
Kadının Fendi - Erlend Loe  
Rüyet - Derviş Zaim  
Otopsim - Jean Louis Fournier  
Altı Yaprak Üstü Bulut - Hasan Gören





# Finansal Planlama Gerçek Hayatta Nasıl Uygulanır? - 3

**B**u yazı, Kurumsal Yatırımcı Dergisi'nin önceki sayılarında yayınlanan "Finansal Planlama Gerçek Hayatta Nasıl Uygulanır?" başlıklı yazıların devamı niteliğindedir. Konu geniş olduğu için, finansal planlamanın nasıl uygulanacağını bundan sonraki sayılarda da devam edecek bir yazı dizisi olarak ele alacağız.

## Finansal Planlama Süreci

Kısaca hatırlatmak gerekirse, finansal planlama süreci aşağıdaki altı adımdan oluşan bir döngüdür.

- 1) Tanımlama:** Müşteriyle ilişkinin kurulması ve sunulacak hizmetin tanımlanmasıdır.
- 2) Veri Toplama:** Müşteriye ait bilgilerin ve ilgili piyasalara ilişkin verilerin toplanmasıdır.
- 3) Analiz:** Müşterinin finansal durumunun incelenmesi ve değerlendirilmesidir.
- 4) Plan Oluşturma:** Finansal planlama tavsiyelerinin oluşturulması ve müşteriye sunulmasıdır.
- 5) Uygulama:** Oluşturulan finansal planlama tavsiyelerinin uygulanmasıdır.
- 6) Değerlendirme:** Müşteri ile beraber durumunun gözden geçirilmesidir. Önceki yazıda "Tanımlama" adımını anlatmıştım, bu yazıda ikinci basamak olan "Veri Toplama" başlığını açmak istiyorum. Veri toplama, finansal planlamanın bundan sonraki aşamalarının temelini oluşturmaktadır. Müşteri hakkındaki veriler tam ve doğru olarak elde edilirse, kendisi için en doğru finansal planı oluşturmak mümkün olacaktır. Ancak, müşterinin paylaşmaktan kaçındığı bir bilgi varsa veya finansal planlama uzmanı veri toplamak için yeterli çabayı göstermemişse, çok büyük ihtimalle hazırlanacak olan plan müşteriye hedeflerine ulaştıramayacak ve ileride çeşitli sorunlarla karşılaşılacaktır. Toplanacak



**Alparslan Budak**  
Bilimler Derneği Yönetim Kurulu Üyesi

veriler iki ana kategoriye ayrılmaktadır; sayısal ve niteliksel bilgiler.

## Niteliksel Bilgiler

Niteliksel bilgiler aslında toplaması en zor olan bilgilerdir. Bunun için müşteriyle, genelde birden fazla uzun görüşmeler yapılması gerekmektedir. Görüşmelerin ana amacı, müşterinin kendi geleceğiyle ilgili hedeflerini, beklentilerini ve ihtiyaçlarını anlayıp bunları somutlaştırmak, önceliklendirmek, ulaşılamayacak hayalleri elemek, ulaşabilecekleri ise tahmini bir takvime oturtmaktır. İnsanoğlu genelde hayallerle hedefleri karıştırmaktadır. Görüşmelere hayallerden başlamakta bir sorun yoktur aslında. Ama bunu yavaş yavaş somut hedeflere dönüştürebilmek gerekir. Örneğin, müşteriye "gelecekte nasıl bir hayat yaşamak istiyorsunuz?" gibi açık uçlu bir soru sorulduğunda "ben önemli değilim de çocuklarıma güzel bir gelecek bırakmak istiyorum" şeklinde muallak bir cevap alınabilir. Böyle bir cevapla karşılaşıldığında, müşteriye ek sorular sorarak hayalini somutlaştırmaya teşvik etmek gerekir. Sohbetin ilerleyen kısımları "iki çocuğumun her

birine birer daire bırakmak isterim" ile başlayıp "Bundan 15 sene sonra çocuklarımla her birine Bahçelievler'de 2+1, 100 m2 civarı birer daire almayı ve BES hesaplarımda da bugünkü değerle 50.000 TL'lik birikim yapmış olmayı isterim" ile bitebilir. Finansal planlamacı, sorularıyla müşteriye kendi hedeflerini somutlaştırmaya yönlendirebilir. Ancak burada çok önemli bir noktayı vurgulamak gerekir. Finansal planlamacı, sadece müşterinin hedeflerini dinlemeye odaklanmalı, kendi hayallerini müşteriye empoze edecek ifadelerden kaçınmalıdır.

Müşteri doğal olarak birden fazla hedefe ulaşmayı isteyecektir. Zaten finansal planlamanın özü de müşteriye birden fazla hedefe adım adım ulaştırmakta yatar. Ancak bu hedefleri önceliklendirmek gerekir. "Çocuklarım Kanada'da üniversite okusun, döndüklerinde onlara birer ev alalım, ertesi sene düğünlerini yapalım, düğünün ardından da eşimle ben emekli olup yeni aldığımız yatırımla Akdeniz turuna çıkalım." demek güzel bir hayaldir. Ancak bu hayalleri önceliklendirmek, sonra da zaman sırasına koymak gerekir. Gerçekleştiremeyecek hedefler de ayıklanmalıdır. Örneğin, çocuklar Kanada'da okursa yat alma hayalinden vazgeçmek gerekebilir. Veya iki ev birden alınacaksa, emekli olmayı unutmak gerekebilir! Müşterinin önce eğitim, sonra ev, sonra emeklilik diye bir sıralama yaptığını düşünelim. Bunların da tahminen hangi yıllarda gerçekleşebileceğini hesaplamak gerekir. "Çocuklar bugünden 12 yıl sonra eğitimlerini bitirebilir, evi ancak 18 yıl sonra almayı düşünecek hale gelebilirsiniz, 23 yıl sonra da emekli olabilirsiniz." gibi bir sonuca varılabilir. Bu sonuç tabii ki ilk görüşmede ortaya çıkmayacaktır. Ancak müşteriyle düzenli iletişim halinde olunacağından hayal ve beklentilerin belirli aralıklarla somut



hedeflere dönüştürülmesi ve müşteriyle mutabık kalınması gerekmektedir. Niteliksel bilgilerin diğer önemli bileşenleri ise müşterinin risk profili ile finansal konulardaki bilgi ve tecrübesinin belirlenmesidir. Doğal olarak, bir finansal plan oluşturulurken, önerilecek finansal ürünler müşterinin risk alma kapasitesi ve finansal bilgisiyyle uyumlu olmalıdır. 55 yaşında, emekliliğine yaklaşmış bir tarih öğretmene S&P 500 endeksine bağlı bir borsa yatırım fonu önermek doğru olmayabilir. Veya 27 yaşında, uluslararası bir bankada çalışan bir fon yöneticisine mevduat ve likit fondan oluşan bir portföy önerilmemesi gerekir.

### Sayısal Bilgiler

Sayısal bilgilere daha doğrudan ulaşılabilir. Ama bu bilgilerin toplanması zaman almaktadır. Müşterinin tüm banka, aracı kurum, portföy yönetim şirketlerindeki hesapları, kredi bilgileri, sigorta poliçeleri, gayrimenkulleri gibi bilgilerin toplanması gerekmektedir. Ayrıca maaş bordroları, vergi levhaları, temettü gelirleri, kira kontratları, tarla icar sözleşmeleri vb. gelir ve gider belgeleri de istenmelidir. Varsa, nafaka ve çeşitli tazminatlara ilişkin bilgiler de bunlara eklenmelidir. Önerim, müşteriyle sözleşme imzalandıktan sonra, bütün bu bilgi ve dokümanları içeren listeyi kendisiyle paylaşmak ve hepsini hazırladıktan sonra müşteriden belgeleri finansal planlama uzmanına göndermesini istemektir.

Bazı ülkelerde müşteri, finansal planlama uzmanına diğer finansal kurumlardaki hesap bilgilerine erişim yetkisi verebilmektedir. Bu, finansal planlama uzmanının müşterinin bir bankadaki hesabına giriş şifresini alması anlamında değildir. Bankayla (veya diğer finansal kurumlarla) API entegrasyonu kurularak, müşterinin hesap bilgileri her akşam finansal planlama şirketinin veritabanına aktarılmaktadır. Böylece müşterinin diğer kurumlardaki hareketleri, günlük olarak finansal planlama şirketinde toplanmakta, diğer bilgilerle beraber (tapu, sigorta, risk profili vb.) müşterinin tüm finansal durumu tek bir merkezde izlenebilmektedir. Tabii ki toplu finansal durum müşteriye düzenli

olarak raporlanmaktadır. Finansal planlama hizmetinin önemli avantajlarından biri de müşterinin bütün finansal durumunun tek bir merkezde toplanıp raporlanabiliyor olmasıdır.

Sayısal bilgiler sadece müşterinin finansal durumuyla sınırlı olmamalıdır. Bunun dışında finansal planlama uzmanı ekonomi ve piyasalarla ilgili verileri de toplamalı veya bu verilere de erişim sağlayabilmelidir. Böylece müşterinin geçmiş yatırım performansı ve risk durumu da incelenebilmektedir. Örneğin müşteri geçtiğimiz yıl içinde hisse senedi, tahvil ve yatırım fonlarından oluşan bir portföy oluşturmuşsa ve finansal planlamacının önüne bu portföyle gelmişse, finansal planlamacı mevcut portföyün geçmiş performansını ve riskini piyasa verilerini kullanarak değerlendirebilecektir. Böylece müşterinin portföyünün aynı kalması veya değiştirilmesi konusunda öneride bulunurken sayısal verilere dayalı, doğru bir analiz yapması mümkün olacaktır.

### Belgelendirme

Veri toplama aşamasının iki kritik noktası vardır; tüm bilgilerin belgeye dayandırılması ve gizliliğe vurgu yapılması.

Müşterinin hem niteliksel hem sayısal bilgileri, belgeye dayandırılmalıdır. Sayısal bilgilerde belgelendirme kolaydır. Banka hesap ekstresi, tapu kayıtları, sigorta poliçeleri, araç ruhsatları vb. ile müşterinin finansal durumu gerçekçi olarak ortaya konulabilir. Ancak bazı durumlarda belgeye dayandırılmayan gelir veya giderler olabilir. Örneğin, müşterinin tarlalarını bir akrabası işliyor ve müşteri yıllık olarak bir gelir elde ediyor olabilir. Ancak, akrabalık ilişkisinden dolayı, yazılı sözleşme yapmak yerine sözlü olarak aralarında anlaşmış olabilirler. Bu tür durumlarda, müşterinin beyanı esas alınabilir. Ancak bu beyanı da yazıya dökmek ve müşteriden beyanı yazılı olarak almak gerekmektedir.

Niteliksel bilgileri de yazıya dökmek gerekmektedir. Müşterinin risk profilini ve finansal piyasalardaki bilgi ve tec-

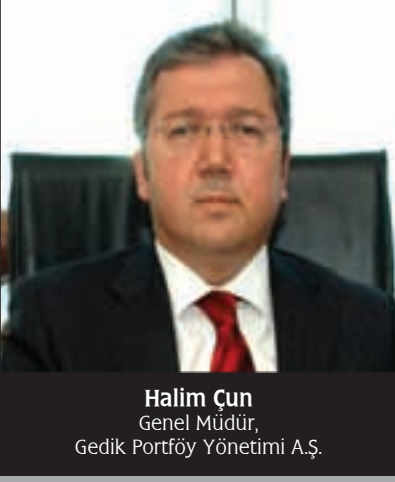
rübelerini çeşitli testler yaparak belgelendirmek mümkündür. Öte yandan, daha da önemli olan, müşteriyle üzerinde mutabık kalınan hedeflerin yazılması ve hedeflerin iki tarafça da imzalanarak kayıt altına alınmasıdır. Bu durum, belirlenen hedeflere zaman içinde ne ölçüde ulaşıldığını tespit etmenin yanı sıra olası ihtilaflarda çözümün yazılı belgeye dayanarak bulunması açısından da gereklidir.

Yukarıdakilerin haricinde, müşteriyle düzenli olarak yapılan görüşmelerde toplantı tutanağı hazırlanmalı, alınan kararlar yazılmalı, üzerinde uzlaşılan portföy değiştirme veya değiştirmeme kararları müşteriye imzalatılarak saklanmalıdır. Yazılı kayıtlar, her zaman için iki tarafın da haklarını korumakta ve yükümlülüklerini belirlemekte faydalı olmaktadır. Sözlü beyanlar ise her zaman için ihtilaf yaratma potansiyeli taşır.

### Gizlilik

Finansal planlama uzmanı, bazı durumlarda müşterinin gizli bilgilerine erişebilir, bazı durumlarda da psikoloğu gibi davranmak durumunda kalabilir. Örneğin, yurtdışında boşanma üzerine uzmanlaşmış finansal planlama uzmanları bulunmaktadır. Boşanma sürecinin finansal tarafının yönetilmesi, nafaka alma/ödeme, mal varlığının ayrılması vb. işlemlerin yanı sıra müşterinin aile hayatıyla ilgili bilgiler de finansal planlama uzmanıyla paylaşılabilir. Müşterinin finansal bilgilerinin gizliliği ve mahremiyetinin sağlanması kadar, finansal olmayan bilgilerinin gizliliği ve mahremiyeti de hayati önemdedir.

Her finansal ilişkide olduğu gibi, finansal planlama uzmanıyla müşteri arasındaki ilişkinin temeli güvene dayanmaktadır. Hem müşteri uzmana güvenmeli, hem de uzman müşterinin kendisiyle doğru bilgileri açıklıkla paylaştığından emin olmalıdır. Bu yüzden, müşteriyle en başta yapılan sözleşmede yer alan gizliliğe ilişkin hükümleri kendisine açıklamanın yanı sıra gizlilik ilkesine olan bağlılığı düzenli aralıklarla müşteriye hatırlatmak ve güven pekiştirmek yararlı olacaktır.



**Halim Çun**  
Genel Müdür,  
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.

# FON DÜNYASINDAN HABERLER

## Dünyada “En Etkili” 20 kurumsal yatırımcının çoğunluğu Asya’dan

Willis Towers Watson’ın “gezegendeki en etkili sermaye” listesi olarak tanımlanan “Asset Owner 100” listesinde ilk 20 içinde çoğunluğu Asya kıtasından yatırımcılar yer aldı. Norveç’in varlık fonu Government Pension Fund ile her ikisi de Hollanda emeklilik fonları olan APG ve PGGM ise Avrupa’dan ilk 20’ye giren üç yatırımcı oldu.

Willis Towers Watson Thinking Ahead Institute’s ‘Asset Owner 100’ listesinde, sermayelerini herhangi bir ülke veya varlık sınıfına koyabilme yetkisine sahip yatırımcılar yer buluyor. Willis Towers Watson’ın tanımına göre, bu yatırımcılar “sermaye piyasalarını şekillendirme ve küresel ekonominin düzgün işleyişinde anahtar bir rol oynama kabiliyetine sahip.”

Listenin başında Japonya’nın Hükümet Emeklilik Yatırım Fonu yer alıyor. İlk 20’de yer alan yatırımcıların 9’u Asya’dan. İlk 20’nin yönetiminde yer alan varlık büyüklüğü 11 trilyon dolar ki, bu da 100 portföy sahibinden oluşan listenin tamamının yönetimindeki 19 trilyon dolarlık büyüklüğün %56’sını oluşturuyor. Thinking Ahead Institute yatırım içeriği küresel başkanı Roger Urwin şunları söyledi: “Yaklaşık 55 trilyon dolarlık portföyle – gezegendeki her bir yetişkin için \$10,000’dan fazla bir büyüklük

anlamına geliyor- portföy yöneticilerinin yaptıkları işte başarılı olmaları küresel olarak büyük önem arz ediyor. Finansal ve toplumsal sorumluluklarını ciddiye almak ve önemli konuları gözden kaçırmamak dışında çok az seçenekleri var. Bu konuları da daha güçlü liderlik geliştirme ihtiyacı, düzenlemelere karşı

etkin cevap verebilme, acenta sorunlarını yönetme ve getiriler üzerindeki kontrolü iyileştirme oluşturuyor.”



En büyük 20 Portföy Sahibi (USD milyon)

SIRA	İSİM	ÜLKE	TOPLAM PORTFÖY
1	Government Pension Investment	Japonya	\$1,443,554
2	Government Pension Fund	Norveç	\$1,063,456
3	China Investment Corporation	Çin	\$900,000
4	Abu Dhabi Investment Authority	BAE	\$828,000
5	National Pension	Güney Kore	\$582,938
6	APG	Hollanda	\$564,508
7	Federal Retirement Thrift	ABD	\$531,489
8	Kuwait Investment Authority	Kuveyt	\$524,000
9	SAMA Foreign Holdings	Suudi Arabistan	\$514,000
10	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	Hong Kong	\$456,600
11	SAFE Investment Company	Çin	\$441,000
12	GIC Private Limited	Singapur	\$359,000
13	National Social Security	Çin	\$341,361
14	California Public Employees	ABD	\$336,684
15	Qatar Investment Authority	Katar	\$335,000
16	Canada Pension	Kanada	\$283,454
17	Central Provident Fund	Singapur	\$269,133
18	PGGM	Hollanda	\$262,290
19	Temasek Holdings	Singapur	\$230,310
20	Public Investment Fund/Sanabil Investments	Suudi Arabistan	\$230,000

## ABD para piyasası fonları 2010'dan beri ilk kez \$3 trilyon'ın üzerinde

MoneyNet tarafından yayınlanan Money Fund Report başlıklı rapora göre, ABD'de banka mevduatı kadar güvenli olarak görülen para piyasası fonları portföy büyüklüğü 8 Ocak'ta \$3.03 trilyon düzeyine çıkarak 9 Mart 2010'dan beri ilk kez \$3 trilyon büyüklüğü aştı. Reuters'da yer alan habere göre, ABD Merkez Bankası'nın Aralık'taki faiz artırımının ardından, vergilendirilebilen para fonları getirileri kısa

vadeli hazine kağıtlarının getirilerine yaklaştı. Vergilendirilebilir para piyasası fonlarının yedi günlük basit getirisi ortalama %2.07, vergisiz ve belediye para piyasası fonlarının yedi günlük basit getirisi ortalama %1.19 düzeyinde gerçekleşti. Money Fund Report verileri bakıldığında, aynı dönemde vergilendirilebilir para piyasası fon portföy büyüklüğünün \$2.883 trilyon, vergisiz olan portföyün ise \$146.53 milyar



düzeyine ulaştığı kaydedildi. Investment Company Institute verilerine göre, yeni yılın başında yatırımcılar para piyasası fonlarını artırırken, hisse ve tahvil fonlarından ise çıktılar. Hisse fonlardan 2 Ocak ile biten hafta \$11.29 milyar çıkış yaşanırken, tahvil fonlarından ise \$14.16 milyar çıkış kaydedildi.

## Binlerce kişi emeklilik dolandırıcılığı bilgisi için online arama yaptı

İngiltere'de Financial Conduct Authority (FCA) ve The Pensions Regulator (TPR) tarafından geçen yaz başlatılan farkındalığı artırma yönelik bir proje sonucu, günde 3,000'den fazla insanın emeklilik dolandırıcıları konusunda online bilgi araması yaptığı tespit edildi. Buna ek olarak 370'den fazla emekli, yetki almadan faaliyet gösteren firmaları kontrol etme imkanı veren online bir araç olan Warning List'i

kullandıktan sonra yetkisi olmayan bir şirket konusunda uyarıldılar. Geçen yıl emeklilik dolandırıcılarının kurbanları ortalama £91,000 kayba uğradı. Bu kişiler ücretsiz emeklilik değerlendirmesi teklifleri aldıkları, yüksek getiri alacakları vaatlerinde bulunulduğunu belirttiler.

ScamSmart websitesini daha önce günde 562 kişi ziyaret ederken, bu rakam %462 artışla günde 3,145 kişiye



çıkı. FCA araştırması, 10 milyondan fazla İngiliz yetişkinin bir yıl içinde yetkisi olmayan bir emeklilik teklifine maruz kaldığı tahminini yapıyor.

## Hedge Fonlar geçen yıl yaklaşık yüzde 6 kayba uğradı

Geçen yıl yaşanan volatilite ve siyasi belirsizlik hedge fon yöneticilerini zorlarken, fonların da yüzde 5.7 değer kaybetmesine neden oldu. Böylece sektör 2018'de en kötü yıllarından birini yaşamış oldu. Bloomberg Hedge Fund Database öncü verilerine göre, Aralık ayında fonlar yüzde 1.9 kayba uğradı.

Birçok yönetici parasını artırmak bir yana, piyasanın genelinden daha kötü performans gösterdi. Volatilitenin piyasalara geri dönüşü önemli bir zorluk oluştururken, Çin ile bir ticaret savaşı olasılığı ve Başkan Donald Trump'ın hırçın tutumu da işleri kolaylaştırmadı. Yılın en kötü performansları, sırasıyla yüzde 7.8 ve yüzde 7.2 değer kaybeden Equity Hedge ve CTA/Managed

Futures stratejilerinden geldi. Tek parlak performans ise sırasıyla yüzde 0.2 ve yüzde 1.3 kazandıran Fixed Income Directional ve Fixed Income Relative Value oldu. Aralık ayında en kötü performans yüzde 3.5 kayba uğrayan Event Driven fonlarında olurken, Equity Hedge funds yüzde 3.1 düştü. Macro funds ise tersine yüzde 0.2 arttı.

## Portföy yöneticilerinin yarısına göre yeni teknoloji büyüme için anahtar-Anket



**K**üresel portföy yöneticileri arasında yapılan bir anket, katılımcıların neredeyse yarısının yeni teknolojiyi büyümenin anahtarı olarak gördüklerini ortaya koydu. State Street tarafından yapılan ve 500'den fazla portföy yöneticisinin katıldığı anket çalışmasında, katılımcıların %48'i teknolojinin önümüzdeki beş yıl içinde anahtar büyüme kriteri olacağını kaydetti. Önceki yıl yapılan ankette ise katılımcıların sadece %18'i

blockchain ve yapay zeka gibi yeni teknolojilerin büyüme için önde gelen etkenlerden biri olacağını belirtmişti. Anket ayrıca kurumsal yatırımcıların üçte ikisinden fazlasının (%68), mevcut piyasa ortamında büyüme hedeflerine ulaşma konusunda endişelerini de ortaya koydu. Bu arada, portföy sahiplerinin %72'si daha savunmaya yönelik bir yatırım stratejisine dönmeyi düşündüklerini ve aynı yüzdede portföy yöneticileri

de gelecek beş yılda genişleme planlarını yavaşlatacaklarını söylediler. State Street'in EMEA CEO'su Liz Nolan, anket sonuçlarının yatırım endüstrisinin "benzeri yaşanmamış bir değişimin" ortasında olduğunu gösterdiğini belirterek, "Müşterilerimiz artan karmaşıklık ve düzenleme beklentilerinin yanı sıra, maliyetlerini dikkatli bir şekilde yönetirken, teknolojiyi geliştirme ve veri yönetimlerini iyileştirme ihtiyacı ile karşı karşıya," dedi.

## Yeni Nesil Yatırımcıya Erişim için Teknoloji Şart



**T**eknolojinin yatırım sektörü için artan önemini ortaya koyan ve firmaları adeta gelecek için uyarıcı araştırmalara her gün yenisi ekleniyor. İngiltere'de yapılan bir anket, fon yöneticilerinin yaklaşık yarısının teknolojileri yeterli derecede iyi olmadığı için gelecek nesil yatırımcılar için "güçlü bir şekilde hazırlıksız durumda" olduğunu ortaya koydu. Finansal teknoloji firması InvestCloud tarafından İngiltere'de yerleşik 47 yatırım yöneticisi ve 1,019 yatırımcı ile yapılan anket çalışmasında, yatırımcıların yaklaşık yarısı bir firmanın dijital sunumunun servet yöneticisi seçerken ana karar verici faktör olduğunu belirtti. Bununla birlikte servet yöneticilerinin çoğunluğu (%68), ayakta kalabilmek için dijital teknolojilerini iyileş-

tirmek zorunda olduklarını bildiklerini kaydetti.

InvestCloud firmasının 'The State of Digital Investment Management: Adoption and Usage in 2018' adlı bu raporu ayrıca, anket katılımcılarının yarısından azının yatırımlarını yönetmek için cep telefonu uygulamalarını kullandıklarını ortaya koydu. InvestCloud CEO ve Yönetim Kurulu Başkanı John Wise, yatırım yönetimi endüstrisinin "dijital bir kriz" ile karşı karşıya olduğunu belirterek, "Gelecek nesil yatırımcıları kazanabilme savaşında hem online hem de cep telefonu ile temasta olmak kritik bir görev. Servet daha genç nesillere aktarılmakta iken bu dijital dönüşümü başarılı bir şekilde yapan firmalar bu karlı, trilyon dolarlık pazara erişim elde edecek," dedi. Wise'a göre, firmalar sektöre girmekte olan dijital tavsiye start-upları ve büyük teknoloji firmalarına karşı pazar kaybedebilirler.

## Vanguard'ın kurucusu efsanevi yatırımcı John C. Bogle hayatını kaybetti

**D**ünyanın en büyük yatırım fonu şirketlerinden Vanguard'ın kurucusu, efsanevi yatırımcı John C. "Jack" Bogle 89 yaşında hayatını kaybetti. Bogle 1975



yılında kurduğu ve bugün \$5.1 trilyon dolar büyüklükte portföyü yöneten Vanguard'ın 1996 yılına kadar Yönetim Kurulu Başkanı ve CEO'su olarak görev yaptı. Bogle, dünyanın ilk endeks yatırım fonlarını 1975 yılında kurarak Amerikan yatırım dünyasında devrim yaratan bir isim olarak biliniyor. Bogle 1951 yılında Princeton Üniversitesi'nden mezun oldu ve bir yatırım fonu şirketi olan Wellington Fund'da çalışmaya başladı ve sonunda yönetim kurulu başkanı oldu. 1974 yılında Vanguard Company şirketini kuran Bogle, birçok aile için yatırımı kolay hale getiren düşük maliyetli, düşük ücretli endeks fonları oluşturdu. Fortune dergisi 1999 yılında Bogle'i "20. yüzyılın dört yatırım devinden biri" olarak tanımladı. Bogle, 1999 yılında halen bir yatırım klasiği olarak anılan "Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor" isimli kitabını yayınladı. Bogle'in diğer kitapları arasında Stay The Course, The Little Book of Common Sense Investing, The Clash of the Cultures Investment vs Speculation yer alıyor.



## Cinsiyet farklılaşması yatırımcı kararlarını yönlendiriyor - Rapor

İngiltere’de fon yöneticilerini temsil eden kurum Investment Association (IA) tarafından yapılan bir çalışma, 2018 yılında portföy yöneticilerinin %42’sinin yatırım kararı verirken şirketin cinsiyet farklılaşmasını baz aldığını ortaya koydu. IA Stewardship Survey portföy yöneticilerinin yarıdan fazlasının da (%56) İngiliz

şirketleri ile cinsiyet farklılaşması konusunda aktif olarak iletişime geçtiğini de gösterdi. Söz konusu anket çalışmasına IA üyesi ve £5.6 trilyon’dan fazla bir portföyü yöneten 59 kurum katıldı. IA CEO’su Chris Cummings, “Yatırımcılar açıkça yönetim kurullarında daha fazla kadın üye görmek istiyor, ve çalışmamız cinsiyet farklılaşması konusunda geride

kalan şirketlerin, yatırımcıların yeterli ilerleme görmedikleri takdirde buna göre aksiyon alacaklarını bekleme gerektiğini gösterdi,” dedi. Anket ayrıca, portföy yöneticilerinin %80’inin yatırım yaptıkları şirketlerle düzenli iletişim halinde olduklarını ve bunun daha iyi yatırım kararları getirdiğine inandıklarını belirttiler.

## Birleşik Arap Emirlikleri fon lisanslamasını genişletiyor

Yatırım fonları sektörünü canlandırmayı hedefleyen Birleşik Arap Emirlikleri (BAE), yatırım fonu lisanslama mevzuatını ülke çapına genişletme kararı aldı. Mevcut durumda fon lisansları üç bölgede alınabiliyor: Dubai International Financial Centre (DIFC), Abu Dhabi Global Market veya BAE kara sınırları içinde. Bununla birlikte, bir fonu diğer bölgelerde almak veya satmak istenildiğinde, yeni bir lisans alınması gerekiyor. Yeni mevzuat bu engeli kaldırarak, ülke çapında tek bir lisans oluşturacak. BAE yetkilileri bu girişimin, “diğer ülkelerde yerleşik finansal serbest bölgelerdeki yabancı

lisanslı firmaları BAE’ye gelmeye teşvik edeceğini” umuyorlar. BAE fon piyasası büyüklüğü komşu ülke Bahreyn’in

oldukça altında. 2016 yılında \$1.6 milyar’lık bir portföy büyüklüğüne sahipti. DIFC verilerine göre, Bahreyn’de ise bu rakam \$18.3 milyar düzeyinde bulunuyordu. Dahası hem Bahreyn hem de Suudi Arabistan kendi fon sektörlerini tanıtmak ve denizaşırı fon şirketlerini ülkelerine çekmenin yollarını arıyorlar.

Lisanslama planının yürürlüğe girme tarihi gibi detaylar henüz kararlaştırılmadı. Bu süreçte BAE düzenleyicisi tasarlanan değişikliklerle ilgili kamuoyu görüşlerini alıyor.



## Avrupa BYF sektörü toplu işlem veri hizmeti başlattı

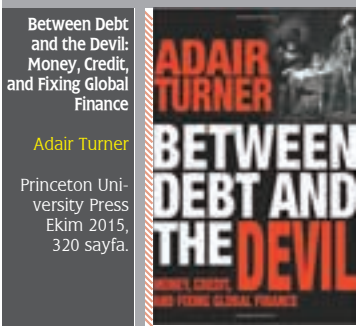
Aralarında DWS, Invesco, iShares ve SPDR gibi Avrupa’nın bazı önde gelen Borsa Yatırım Fonu (BYF) kurucularının yer aldığı kurumlar bir araya gelerek, yatırımcılara toplam BYF işlem verilerini ilk kez tek bir yerde bulabilecekleri “birleştirilmiş kayıt” hizmeti sunmaya başladılar. Geçen yılın başında, BYFlerde daha fazla şeffaflık getiren MiFID II’nin yürürlüğe girmesinin sonucu, Bloomberg ETF Aggregate Volume1 ile tezgahüstü piyasa ve Londra Borsası gibi borsalarda kote olanları da birleştiren bir veri oluşturuldu. Söz konusu servisin hizmete girmesi Avrupa BYF piyasasının da sürekli büyüme gösterdiği bir zamana denk geldi. Sektör verilerine göre, Avrupa’da kote BYF ve BYÜlelerin toplam portföy büyüklüğü Ekim ayında \$783 milyar (€688 milyar) düzeyindeydi. ABD’de ise bu büyüklük \$3.05 trilyon. Geçen yıl Ocak ayında Avrupa Birliği çapında yürürlüğe giren MIFID II, ilk defa kıtada işlem gören tüm BYFlerin doğru bir değerlendirmesinin yapılmasını mümkün kılmış oldu. BYF işlemlerinin tahminen yüzde 70’i tezgahüstü olduğu için daha önceleri raporlanmıyordu.

## İlk çoklu kripto para ETP İsviçre’de kuruldu

Dünyanın ilk kripto para Borsa Yatırım Ürünü (ETP), çeşitli kripto para birimlerini takip etmek üzere Zürih’in Six borsası’nda 22 Kasım’da işleme başladı. İsviçreli fintek şirketi Amun tarafından kurulan The Amun Crypto Basket ETP portföyü dört büyük kripto para birimine piyasa kapitalizasyonuna göre hesaplanan oranlarda yatırım yapacak: bitcoin, ethereum ether, ripple ve litecoin. ETP’in yıllık yönetim ücreti yüzde 2.5 olarak belirlendi. Borsa yatırım ürününün kuruluşu, bitcoin’in değerinin \$4,300’a (€3,767) indiği haftayı takiben gerçekleşti. Bitcoin tarihi en yüksek değerini önceki Aralık ayında \$20,000 ile görmüştü.



## Yanlış finans teorileri arasında ikna edici bir analiz



**Adair** Turner, 2008 Küresel Finans Krizi başlamadan hemen önce Britanya'nın Finansal Hizmetler Kurumu'nun başkanı oldu. Küresel finansal yasal düzenlemelerin yeniden tasarlanmasında öncü bir rol oynadı. Şeytan ve Borç Arasında: Para, Kredi ve Küresel Finansı Onarmak (Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance) başlıklı bu zihin açıcı kitabında, krize gerçekten nelerin neden olduğunu ve söz konusu dönemle ilgili yanlış bilinenlere karşılık gerçekleri anlatıyor. Kısaca

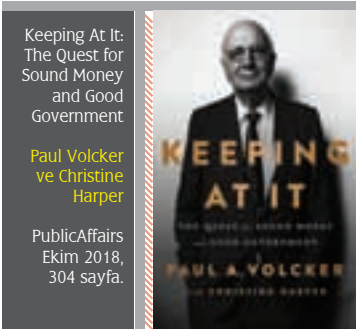
Adair Turner'ın ortaya koyduğu gerçek şu: Kriz bankalar batmayacak kadar büyük olduğundan çıkmadı, suçlanması gereken bireylerin ve özel kesimin borca olan bağımlılığı...

Şeytan ve Borç Arasında kitabı, ekonomik büyümeyi ivmelendirmek için kredi artışına ihtiyacımız olduğu ve enflasyon düşük olduğu sürece borçların artmasında sorun olmadığı yolundaki yaygın düşünceye meydan okuyor. Gerçekte, çoğu kredi ekonomik büyüme sağlamak için değildir buna karşılık gayrimenkul balonlarına ve patlamasına, finansal krizlere ve ekonomilerde bunalıma neden olur. Turner, bu kitapta büyümeyi yönetmek ve yaratılan kredinin tahsisi için kamu politikasının neden gerektiğini ve borcun neden bir ekonomik kirlilik biçimi olarak vergilendirilmesi gerektiğini irdeliyor. Bankaların çok daha fazla sermayeye ihtiyacı olduğunu, gayrimenkul kredilerinin

kısıtlanması gerektiğini savunuyor. Ayrıca, eşitsizlikle mücadele edilmesi ve emlak fiyatlarının acımasız yükselişini azaltmak gerektiğini de ifade ediyor. Turner, geçmiş politika hatalarının yarattığı karmaşadan kurtulmak için bazen devlet borcu üzerinden para kazanmamız ve mali açıkları merkez bankası parası ile finanse etmemiz gerektiğini vurguluyor. Kitap hakkında basında çok olumlu eleştiriler var. Wall Street Journal'dan Edward Chancellor "Yoğun biçimde araştırılmış ve iyi yazılmış" derken, Observer'dan Will Hutton "Olağanüstü bir kitap" diye konuşuyor. Financial Times'taki tanıtım yazısında Giles Wilkes, "Uzun süre kutsal kalmış tabu niteliğindeki parasal finansa karşı gecikmiş bir meydan okuma" diye yazdı. Yatırımcı George Soros, kitap için "Gelecekteki krizlerden kaçınmak için gerekli politikalar hakkında kapsamlı tartışmalara yol açacak

ve öyle de olmalıdır" derken, Nobel Ekonomi Ödülü ekonomist Joseph E. Stiglitz, "Turner'ın finansal sistemimize dair derin görüşleri, içeriden öğrenenlerin uzmanlığıyla birlikte bu kitapta" yorumunu yapıyor. "House of Debt" adlı kitabın eş yazarı Atif Mian ise, "Mükemmel bir kitap. Borç ve modern ekonomi arasındaki sağlıklı ilişkiyi anlamak isteyen herkes için mutlaka okunması gereken bir kitap" ifadesini kullanıyor. FED eski Başkanı Paul Volcker ise, "Adair Turner, daha önce neyin yanlış gittiği ve iç içe geçmiş para, kredi ve yanlış finans teorileri arasında tekrar neyin yanlış gidebileceği konusunda ikna edici bir analiz sunmuş" ifadesini kullanırken, "John Maynard Keynes" biyografisinin yazarı Robert Skidelsky şöyle diyor: "Borç ve Şeytan Arasında, bankacılık sisteminin yıkıcı bir eleştirisi ve geleneksel bilgelige karşı güçlü bir entelektüel meydan okuma."

## Dünya ekonomisini şekillendiren bir Amerikan kahramanının öyküsü



Peşini Bırakma: Güçlü Para ve İyi Hükümet Arayışı (Keeping At It: The Quest for Sound Money and Good Government) ABD Merkez Bankası (FED) eski Başkanı Paul Volcker'ın olağanüstü yaşam öyküsü...

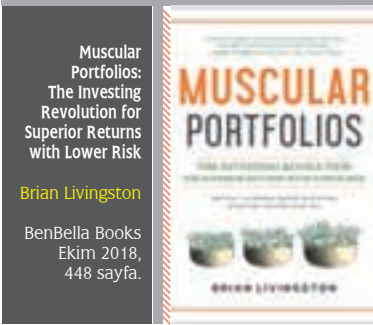
1979-1987 yılları arasında FED Başkanlığını yürüten Paul Volcker, Amerikan ekonomisini tüketen enflasyon ejderhasını öldürdü ve dünyanın merkez bankacılarına olan

inancını yeniden sağladı. Bu olağanüstü başarı, altı cumhurbaşkanına hizmet eden on yıllarca süren bir kariyerin en önemli bölümlerinden biriydi. Volcker'ın kariyeri, II. Dünya Savaşı'ndan bu yana Amerikan yaşamında, hükümetinde ve ekonomide meydana gelen değişiklikleri de aktarıyor. Dünyanın önde gelen politikacıları, merkez bankacıları ve finansçuları ile birlikte yönettiği krizleri neredeyse canlı olarak okuyuculara aktarıyor. Paul Volcker, New Jersey'in Teaneck kasabasının yöneticisi olan babasının yönetim modelinden etkilenecek, 'fiyat istikrarı, güçlü finansman ve iyi hükümet' sacayağından oluşan kendi yönetim modelini buldu. Financial Times'ın saygın yazarı Martin Wolf, yazar ve kitapla ilgili olarak, "Paul Volcker, tanı-

dığım en büyük adam. Romalıların "Virtüs" dedikleri; erdem, ahlaki cesaret, fazilet, dürüstlük, bilgelik, dirayet, sağduyu, hoşgörü ve ülkenin hizmetine olan bağlılık ile donatılmış. Bu kitap onun yaşamının bir bilançosundan çok öte... Bu onun amentüsü" diyor. The Atlantic'ten Charles R. Morris ise, şöyle diyor: "Devlet hizmeti için Nobel Ödülü olsaydı, Paul Volcker'ın adı kesinlikle kısa listede olurdu... Doğru bir kişisel portre çizer. Ortaya çıkan resim, bilgelik olarak algıladığı şeye paralel olarak granit bir bütünlükten bir adamdır. Politikalarına yani "değerler" olarak adlandırdığı şu üç şeye bağlıdır: İstikrarlı fiyatlar, sağlam finansman ve iyi hükümet... ABD hükümetinde veya iş dünyasında, Paul Volcker gibi çok az insan var.

Bu nedenle herkes tarafından saygı duyulur ve güvenilir." The Times'tan Ed Conway'ın yaptığı vurgu da epey ilginç: "Yaşayan en etkili siyasi figür kim? Kraliçe? Henry Kissinger? Donald Trump, Bill Gates veya Google'ın kurucusu Larry Page? Yanlış. Paul Volcker. Bazılarınız 91 yaşındaki bu Amerikalıyı duymamış olabilir. Ancak, günümüz dünyasına bu kadar çok etkisi olan başka bir yaşayan insanı düşünmek zor." Bloomberg'ten Barry Ritholtz ile medyadan yorumları bitirelim: "Muhtemelen tüm zamanların en büyük Fed başkanı, bu kitap listenin başında." Bridgewater Associates'in kurucusu Ray Dalio ise, "Paul Volcker, dünya ekonomisini şekillendirmek için son 50 yıl içinde herkesten daha fazlasını yaşamış ve daha fazlasını yapan bir Amerikan kahramanıdır," diyor.

## Düşük risk ile yüksek getiri için güçlü portföyler



**Brian Livingston**'un kaleme aldığı **Güçlü Portföyler: Düşük Risk ile Yüksek Getiriler İçin Yatırım Devrimi** (Muscular Portfolios: The Investing Revolution for Superior Returns with Lower Risk) yatırım oyununu değiştirecek ve yatırıma akıllı ve güçlü bir yaklaşımla birlikte sizi stresten kurtaracak bir kitap... On yıllardır finansal hizmetler endüstrisi riskli yatırımlar sattı ve bunun yüksek kazanç için tek yol olduğunu savundu. Fakat bu

strateji, portföyünüzde yüksek zararlar olduğunda fazlasıyla eleştiriye açık... Güçlü Portföyler, paranızı başarıyla yönetebileceğiniz bu tip yatırım tarzının temel ilkelerini sunuyor. Soruşturmacı gazeteci Brian Livingston, sizi Wall Street'teki perdenin arkasına geçiriyor ve yatırımda oyun değiştiren yaklaşımı ortaya koyuyor ve kullanması gayet kolay finansal stratejiler ile hiç yatırım tecrübeniz olmasa bile başarıya ulaşmanıza öncülük ediyor. Faydalı grafikler, ilginç örnek olaylar, basit bir anlatım ile dikkat çeken kitap, kısa vadeli satış başarısından ziyade uzun vadeli bir kaynak olmayı hedefliyor. Gizli bir formüle ya da bir finansal ürüne ödeme yapmayacaksınız. Her şey küçük adımlarla ve tamamen ücretsiz bir web sitesinin yardımıyla

anlatılıyor. Servetinizi artırmaya bu kitabı kullandığınız andan itibaren başlayabilirsiniz. En yeni yatırım araştırmalarını ile donatılmış ve piyasa deneyimleri ile desteklenmiş Güçlü Portföyler, aileler ve bireysel yatırımcılar için yatırımda bir devrim yaratıyor. Hulbert Financial Digest'in kurucusu Mark Hulbert, "Sıradan yatırımcı kitlesi için bu denli iyi araştırılmış ve güçlü verilerle desteklenmiş genel bir yatırım kitlesi için başka kitap bilmiyorum," derken, ETFScreen.com'un yazarı Hugh Todd, "Son 10 yılın yatırım kitabı... Yatırımcılar, bu yöntemlerden yıllar boyunca faydalanacaktır," diye konuşuyor. Amerikan Bireysel Yatırımcılar Derneği Başkanı Al Zmyslowski ise, şöyle diyor:

"Livingston, Wall Street'in para kazanma sırlarını açığa çıkarmak ve onları hayatın her aşamasında yatırımcılar için serbestçe kullanılabilir hale getirmek için bilgisayarını ustaca kullandı." Yirmi yıldan fazla deneyime sahip bir araştırmacı gazeteci olan Brian Livingston, şu anda tamamen yatırım endüstrisine odaklanmıştır. Yüksek teknolojinin karanlık tarafını açığa çıkaran bir tüketici savunucusu olarak, 1991'den 2010'a kadar PC World, CNET, InfoWorld, PC Mag ve eWeek gibi yayınlara için 1000'den fazla makale yazdı. 400.000 aboneye ulaşan Windows Secrets Bültenini kurdu ve Windows Secrets serisinde 11 kitap yazdı. Ulusal Mikrobilgisayar Yöneticileri Derneği'nden Teknik Mükemmellik Ödülü'nü aldı. Livingston, Amerikan Bireysel Yatırımcılar Birliği'nin Seattle bölgesel bölümünün başkanıdır.

## Teknoloji devriminde yüksek kar için detaylı bir rehber



**Bu** kitap ile teknoloji devrimine ve geleceğe yatırım yapın. Yaşamlarımız hızla gelişen teknoloji ile birlikte yeniden şekillenmenin eşliğinde... Kitabın adı, "Hızla İleriye Doğru Yatırım: Yaşamlarımızı Yeniden Şekillendiren Yapay Zeka, Sürücüsüz Otomobiller, Gen Kurgulama, Robotlar ve Diğer Teknolojilerden Nasıl Kar Edebiliriz?" (Fast Forward Investing: How to Profit from AI, Driverless Vehicles, Gene Editing, Robotics, and Other

Technologies Reshaping Our Lives). Jon D. Markman'ın yazdığı bu kitap size yeni teknolojilere uygun olarak portföyünüzü inşa etmenizi ve sürdürmenizi sağlayacak bilgi öngörülerini sağlıyor. Deneyimli bir teknoloji yatırımcısı, portföy yöneticisi ve popüler günlük bülten Tech Trend Trader'ın ödüllü yazarı olan Markman, aşırı volatiliteli piyasadan yüksek karlı teknoloji şirketleri arasından bir portföy oluşturmanıza yardımcı olacak. Markman, Hızla İleriye Doğru Yatırım'da ne için bekleyeceğinizi, ne zaman bekleyeceğinizi ve yaklaşmakta olan teknolojiler ve ekonomik devrimde nasıl kar edeceğinizi anlatıyor. Hangi trendlerin önemli olduğunu gösteriyor ve getiri eğrisinin üzerinde kalmanız için detaylı rehberlik yapıyor.

Veri toplama ve analiz, yapay zeka ve ham bilgi işlem alanındaki köklü gelişmeler insanlık tarihini değiştiriyor. Bu inanılmaz hızda keskin gelişmelerle oluyor. Hızla İleriye Doğru Yatırım ile bu konuda en önde olduğunuzdan emin olabilirsiniz. TheStreet.com'un başkanı ve USA Today'in eski Genel Yayın Yönetmeni David Callaway şöyle diyor: "Dünya çoğu insanın hayal edebileceğinden daha hızlı değişiyor. Bu çağır açan kitapta Markman, yutturmacayı gerçeklikten ayırıyor. Renkli ayrıntılar ve bilgilendirici anekdotlar ile yaklaşan bu dönemin yatırımcılar için nesiller boyu bir fırsat olduğunu açıklıyor." Deneyimli hedge fon yöneticisi ve "The Education of a Speculator" adlı kitabın yazarı

Victor Niederhoffer ise, "ABD ekonomisi 2020'lere yaklaştıkça çok büyük bir değişime tanık oldu, yatırım fırsatları dünyası dramatik bir şekilde gelişti. Nerede olduğumuzu ve nereye gittiğimizi temelden anlamak isteyen hiçbir yatırımcı bu kitabı kaçırmamalıdır," diyor. Jon D. Markman, deneyimli bir araştırma analisti, portföy yöneticisi ve popüler yatırım araştırma bültenleri Tech Trend Trader, Stratejik Advantage ve The Power Elite'in kurucusu olan ödüllü bir gazetecidir. Teknoloji ve yatırım konusunda sık sık ülke çapında konferanslarda, televizyonda ve radyoda konuşmalar yapar ve Forbes dergisinde uzun zamandır teknolojiye yatırım konusunda yazmayı sürdürüyor.



# Avrupa Yatırım Fonları Sektörü 2018 3. Çeyrek Dönem Görünümü

- ▶ *Avrupa yatırım fonları toplam net varlıkları 2018 üçüncü çeyrek döneminde %1.2 artışla 16.03 trilyon Euro büyüklüğe ulaştı.*
- ▶ *UCITS net portföyü 9.97 trilyon Euro, Alternatif Yatırım Fonları (AIF) ise 6.06 trilyon Euro oldu.*
- ▶ *UCITS ve AIF fonlara toplam net para girişi 40 milyar Euro ile ikinci çeyrek dönemdeki 31 milyar Euro'ya göre arttı.*

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği'nin (EFAMA) açıkladığı 2018 yılı 3. çeyrek dönem istatistiklerine göre, Avrupa yatırım fonları sektörü toplam net portföy büyüklüğü yüzde 1.2 artarak 16.03 trilyon Euro düzeyine çıktı.

Avrupa'da yatırım fonları sektöründe 2018 3. Çeyrek dönem için açıklanan istatistiklere göre:

- ▶ Avrupa yatırım fonları toplam net varlıkları 2018 3.çeyrekte %1.2 artışla 16.03 trilyon Euro büyüklüğe ulaştı.
- ▶ UCITS net portföyü 3. çeyrekte %1.1 artarak 9.97 trilyon Euro oldu. Hisse fonlar net portföyü %2.3 artışla en fazla büyüyen kategori oldu. Onu %1.7 büyüyen çoklu varlık fonları ve %0.3 artışla tahvil fonları takip etti. Garantili/korumalı fonlar %5 küçülme yaşarken, para piyasası fonları ve diğer fonlar ise sırasıyla %0.9 ve %0.6 azaldı. UCITS fon sayısı 3. çeyrek sonunda 32,987 adet ile 2018 2. çeyrek sonundaki 32,727 adete göre %0.8 artış gösterdi.
- ▶ UCITS ve AIF fonlara toplam net

para girişi 40 milyar Euro ile ikinci çeyrek dönemdeki 31 milyar Euro'ya göre arttı. 2018 ilk dokuz aylık dönem itibariyle de Avrupa yatırım fonları toplam 293 milyar Euro net para girişi elde etti.

- ▶ UCITS net satışları üç milyar Euro düzeyinde kaldı. İkinci çeyrekte 15 milyar Euro net satış olurken, 2018 ilk dokuz ayı itibariyle UCITS fonlar toplam net 189 milyar Euro para girişi sağlamış oldu. Önceki yılın aynı döneminde para girişi ise 570 milyar Euro düzeyinde gerçekleşmişti. UCITS Hisse fonlara net para girişi 20 milyar Euro (10 milyar Euro, 2018/2Ç). Çoklu varlık fonları 11 milyar Euro net para girişi sağladı. (28 milyar Euro, 2018/2Ç). Tahvil fonlarından altı milyar Euro para çıkışı oldu. İkinci çeyrekte de bir milyar Euro net çıkış yaşanmıştı. Para piyasası fonları da 13 milyar Euro net çıkış kaydetti (18 milyar Euro net çıkış, 2018/2Ç).
- ▶ AIF net varlıkları 2018 3. çeyrek sonu itibariyle yüzde 1.4 artarak 6.06 trilyon Euro'ya ulaştı. En fazla büyüme

%2.5 ile diğer fonlar grubunda yaşandı. Bu kategoriye hisse fonlar %2.1, gayrimenkul fonları %1.9 ve çoklu varlık fonları %1.1 büyümeyle takip etti. Net portföy azalışı korumalı/garantili fonlarda (%1.6), para piyasası fonlarında (%1.3) ve tahvil fonlarında (%0.9) gerçekleşti.

Üçüncü çeyrek sonu itibariyle alternatif yatırım fonu sayısı 28,581 ile 2018 2. çeyrekteki 28,452 adete göre arttı. 2017 yıl sonu itibariyle 28,353 alternatif yatırım fonu bulunuyordu.

- ▶ AIF fonlara üçüncü çeyrek sonu itibariyle net para girişi 37 milyar Euro ile 2. çeyrekteki 15 milyar Euro düzeyine göre arttı. 2018 ilk dokuz ayı itibariyle de AIF fonlar 104 milyar Euro para çekmiş oldu. Hisse AIF fonlarda 3. çeyrekte üç milyar Euro net para çıkışı kaydedildi (9 milyar Euro çıkış/2018 2Ç). Çoklu varlık fonlarında 2.çeyrekte yaşanan bir milyar Euro net çıkış 3.çeyrekte yerini 10 milyar Euro net para girişine bıraktı. Tahvil fonlarından net çıkış 3. Çeyrek sonunda 4 milyar Euro oldu. (5 milyar Euro çıkış/2018 2Ç).



### UCITS Fon Türlerine Göre Net Varlıklar

UCITS TÜRLERİ	3. Çeyrek 2018		2. Çeyrek değişim 2018		4. Çeyrek değişim 2017	
	EUR m	Pay	EUR m	% <sup>(1)</sup>	EUR m	% <sup>(1)</sup>
Hisse	3,922	39%	87	2.3%	182	4.9%
Çoklu Varlık	1,844	19%	31	1.7%	97	5.6%
Tahvil	2,617	26%	7	0.3%	-10	-0.4%
Para Piyasası	1,168	12%	-10	-0.9%	-22	-1.9%
Garanti Fonlar	8	0.1%	-0.4	-5.0%	-3	-27.5%
Diğer	410	4%	-3	-0.6%	-7	-1.7%
<b>TOPLAM</b>	<b>9,968</b>	<b>100%</b>	<b>112</b>	<b>1.1%</b>	<b>237</b>	<b>2.4%</b>
Borsa Yatırım Fonları	681	7%	28	4.2%	68	11.0%

(1) 2018 3. Çeyrek sonu 2018 2. Çeyrek sonu ile karşılaştırması  
(2) 2018 3. Çeyrek sonu 2017 4. Çeyrek sonu ile karşılaştırma

### AIF Fon Türlerine Göre Net Varlıklar

FON TÜRÜ	3. Çeyrek 2018		2. Çeyrek değişim 2018		4. Çeyrek değişim 2017	
	EUR m	Pay	EUR m	% <sup>(1)</sup>	EUR m	% <sup>(1)</sup>
Hisse	781	13%	16	2.1%	20	2.7%
Çoklu Varlık	1,461	24%	16	1.1%	-2	-0.2%
Tahvil	974	16%	-9	-0.9%	-27	-2.7%
Para Piyasası	78	1%	-1	-1.3%	-4	-5.0%
Garantili Fonlar	40	1%	-1	-1.6%	-3	-7.8%
Gayrimenkul	682	11%	12	1.9%	50	7.8%
Diğer	2,049	34%	50	2.5%	137	7.2%
<b>TOPLAM</b>	<b>6,064</b>	<b>100%</b>	<b>84</b>	<b>1.4%</b>	<b>170</b>	<b>2.9%</b>
Borsa Yatırım Fonları	9	0.1%	-0.7	-7.2%	-1	-6.6%
Kurumsal	3,005	50%	40	1.4%	128	4.5%

(1) 2018 3. Çeyrek sonu 2018 2. Çeyrek sonu ile karşılaştırması (2) 2018 3. Çeyrek sonu 2017 4. Çeyrek sonu ile karşılaştırma (3) İrlanda'da yerleşik hisse, tahvil, çoklu varlık fonları ayrı ayrı veri olmadığından "Diğer AIF" kategorisi içinde gösterilmiştir.

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

Üye Ülkeler	3. Çeyrek 2018		2. Çeyrek 2018		4. Çeyrek 2017	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim <sup>(1)</sup>	EUR m	% değişim <sup>(1)</sup>
Avusturya	181,902	1.1%	181,314	0.3%	182,882	-0.5%
Belçika	158,859	1.0%	157,743	0.7%	155,255	2.3%
Bulgaristan	709	<0.1%	673	5.3%	654	8.4%
Hırvatistan	3,122	<0.1%	3,002	4.0%	2,966	5.3%
Kıbrıs	4,108	<0.1%	3,985	3.1%	2,748	49.5%
Çek Cumhuriyeti	12,201	0.1%	11,780	3.6%	11,674	4.5%
Danimarka	293,188	1.8%	297,108	-1.3%	300,824	-2.5%
Finlandiya	115,861	0.7%	115,402	0.4%	116,254	-0.3%
Fransa	1,915,767	11.9%	1,906,992	0.5%	1,929,115	-0.7%
Almanya	2,096,402	13.1%	2,063,945	1.6%	2,038,192	2.9%
Yunanistan	7,877	<0.1%	7,921	-0.5%	7,834	0.6%
Macaristan	19,436	0.1%	18,993	2.3%	19,768	-1.7%
İrlanda	2,535,619	15.8%	2,487,332	1.9%	2,396,089	5.8%
İtalya	315,848	2.0%	317,850	-0.6%	322,125	-1.9%
Lihtenştayn	47,068	0.3%	46,726	0.7%	46,396	1.5%
Lüksemburg	4,279,762	26.7%	4,237,082	1.0%	4,159,614	2.9%
Malta	11,884	0.1%	11,488	3.4%	10,804	10.0%
Hollanda	881,527	5.5%	861,029	2.4%	843,488	4.5%
Norveç	126,376	0.8%	121,694	3.8%	115,682	9.2%
Polonya	64,356	0.4%	63,961	0.6%	66,786	-3.6%
Portekiz	22,670	0.1%	23,065	-1.7%	23,080	-1.8%
Romanya	8,672	0.1%	8,666	0.1%	9,164	-5.4%
Slovakya	6,743	<0.1%	6,595	2.2%	6,578	2.5%
Slovenya	2,726	<0.1%	2,686	1.5%	2,657	2.6%
İspanya	304,076	1.9%	303,877	0.1%	295,265	3.0%
İsveç	357,762	2.2%	336,600	6.3%	335,421	6.7%
İsviçre	574,450	3.6%	560,867	2.4%	550,799	4.3%
Türkiye	17,709	0.1%	23,967	-26.1%	25,649	-31.0%
İngiltere	1,665,762	10.4%	1,653,623	0.7%	1,647,175	1.1%
<b>Tüm fonlar</b>	<b>16,032,444</b>	<b>100.0%</b>	<b>15,835,965</b>	<b>1.2%</b>	<b>15,624,937</b>	<b>2.6%</b>
UCITS	9,968,052	62.2%	9,855,684	1.1%	9,730,792	2.4%
AIFS	6,064,393	37.8%	5,980,281	1.4%	5,894,144	2.9%

(1) 2018 3. Çeyrek sonu 2018 2. Çeyrek sonu ile karşılaştırması (2) 2018 3. Çeyrek sonu 2017 4. Çeyrek sonu ile karşılaştırma  
(3) Belçika 3Ç 2018 ve 2Ç 2018 verileri tahminidir (4) Tüm çeyrekler 2017 sonu itibarıyla kapalı-uçlu fon net portföylerini içermektedir.  
(5) İsviçre 3Ç 2018 ve 2Ç 2018 verileri tahminidir

# Dünya Yatırım Fonları Varlıkları ve Satış Verileri 3.Çeyrek/2018

- Küresel yatırım fonu varlık büyüklüğü 2018 üçüncü çeyrek sonu itibariyle %2.1 artışla 46.64 trilyon Euro oldu.
- Üçüncü çeyrekte fonlara net para girişi 169 milyar Euro olarak kaydedildi. İkinci çeyrekte 193 milyar Euro net giriş olmuştu.

Uluslararası Yatırım Fonları Birliği (IIFA) için Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) ve ABD Investment Company Institute (ICI) tarafından derlenen ve 47 ülkeyi kapsayan 2018 yılı 3. çeyrek dönem istatistiklerine göre, dünyada düzenlenmiş açık uçlu yatırım fonu varlıkları (fon sepeti fonları, borsa yatırım fonları ve kurumsal fonlar dahil) yüzde 2.1 büyüyerek 46.64 trilyon Euro'ya ulaştı.

Dolar bazında ise yatırım fonları portföyü yüzde 1.5 artışla 54 trilyon dolara çıktı. Hisse fonları büyüklüğü yüzde 3.5 artışla 19.9 trilyon Euro, tahvil fonları hafif artışla 9.3 trilyon Euro, dengeli/karma fonlar portföyü yüzde 1.5 artışla sekiz trilyon Euro'ya çıkarırken, para piyasası fonları da 2. çeyrekteki 5.1 trilyon Euro'dan üçüncü çeyrek sonu itibariyle 5.2 trilyon Euro'ya arttı.

Yatırım fonlarına net para girişi 3. çeyrekte 169 milyar Euro ile 2. çeyrekteki 193 milyar Euro düzeyine göre geriledi.

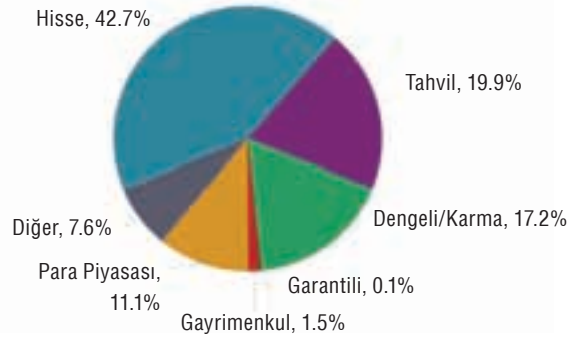
Açıklanan istatistiklere göre ayrıca:

- Küresel olarak, hisse fonlar 83 milyar Euro net giriş yaşadı, 2. çeyrekte 38 milyar Euro olmuştu.
- Tahvil fonlarındaki 78 milyar Euro net satış ise 2. çeyrekteki 61 milyar Euro düzeyine göre artış gösterdi.

## Düzenlenmiş Açık Uçlu Fonlar Küresel Varlıkları (Trilyon Euro, çeyrek sonu)



## Düzenlenmiş Açık Uçlu Fonlar Küresel Net Varlıkları Tür Bazında 2018: 3Ç



**Düzenlenmiş Açık Uçlu Fonların Küresel Net Satışları**  
(Milyar Euro, 2018 3.Çeyrek)



- Dengeli/karma fonlar 19 milyar Euro net para girişi sağladı. İkinci çeyrekte bu rakam 26 milyar Euro düzeyinde gerçekleşmişti.
- Para Piyasası fonlarında ise 46 milyar Euro net para çıkışı yaşandı. İkinci çeyrekte 31 milyar Euro net giriş olmuştu.
- Üçüncü çeyrekte dünyada yatırım fonları net portföyünün dağılımına bakarsak, ABD (%47.1) ve Avrupa (%33.4) ile en büyük paya sahiptiler. Sırayla Avustralya (%3.9), Çin (%3.4), Japonya (%3.4), Brezilya (%3.2), Kanada (%3.2), Güney Kore (%0.9), Hindistan (%0.5) ve Güney Afrika (%0.4) ile takip ettiler.

# besanaliz.com

Ücretsiz bireysel emeklilik platformu.

Gönüllü katılımcılar + Otomatik katılımcılar Bes'te karlılığını arttırıyor.  
Derinlikli analizler, yorumlar, zengin içerik, yüksek performanslar.



# TÜRKİYE SEKTÖR VERİLERİ

## Fon Trendleri Raporu 2018

### Fon Türü Bazında Elde Tutma Süresi (2018)

Fon Türü	Elde Tutma Süresi (Gün)
BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU	43,14
HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU	217,40
KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU	154,83
FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU	299,17
PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU	31,55
KATILIM ŞEMSİYE FONU	39,35
DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU	238,78
SERBEST ŞEMSİYE FON	505,12
KORUMALI ŞEMSİYE FON	276,50
KARMA ŞEMSİYE FON	762,83
GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU	1.760,05
GAYRİMENKUL YATIRIM FONU	1.323,60

### Pay Piyasası'nda Yerli Fonların Gerçekleştirdiği İşlemler

	İşlem Tutarı (TL)	Oran (%)
Toplam Alımlar	34.644.586.532,29	1,75%
Toplam Satımlar	33.254.933.670,85	1,68%
Toplam İşlem Hacmi	1.974.752.564.040,90	

### Fon Türü ve Yaş Grubu Bazında Yatırımcı Sayıları ve Portföy Değerleri

Fon Türü	Yaş Grubu	Portföy Değeri (TL)	Yatırımcı Sayısı
BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU	0-19	47.178.012,13	7.905
	20-29	351.654.009,89	74.307
	30-39	1.516.371.643,00	207.229
	40-49	3.390.098.692,03	285.631
	50-59	3.662.918.046,31	268.795
	60-69	3.152.377.126,14	194.117
	70+	2.968.514.662,68	127.738
DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU	0-19	7.910.870,89	2.819
	20-29	27.632.886,24	2.834
	30-39	115.966.102,25	10.304
	40-49	399.855.338,18	19.952
	50-59	473.158.820,50	18.758
	60-69	448.051.295,52	13.226
	70+	885.804.181,09	10.748
FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU	0-19	3.907.753,08	59
	20-29	12.566.761,95	564
	30-39	51.774.398,25	1.687
	40-49	170.338.565,29	2.894
	50-59	266.096.701,68	2.861
	60-69	269.078.979,57	2.225
	70+	496.652.664,29	2.055
GAYRİMENKUL YATIRIM FONU	0-19	1.103.751,00	5
	20-29	21.092.780,86	14
	30-39	56.619.038,28	61
	40-49	172.074.278,04	112
	50-59	134.180.699,00	101
	60-69	127.310.832,09	89
	70+	57.258.062,86	72



## Fon Türü ve Yaş Grubu Bazında Yatırımcı Sayıları ve Portföy Değerleri

Fon Türü	Yaş Grubu	Portföy Değeri (TL)	Yatırımcı Sayısı
GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU	30-39	2.002,04	5
	40-49	3.417.952,90	8
	50-59	1.330.842,23	5
	60-69	150.617,20	5
HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU	0-19	7.912.792,32	368
	20-29	21.797.341,38	2.932
	30-39	116.592.266,60	8.930
	40-49	299.087.656,79	11.221
	50-59	396.824.201,65	8.125
	60-69	330.046.387,70	4.429
KARMA ŞEMSİYE FON	70+	350.314.075,03	2.683
	0-19	371.594.489,93	192.484
	20-29	32.365.631,22	33.966
	30-39	15.680.384,36	36.807
	40-49	23.904.306,15	40.536
	50-59	16.927.126,13	26.269
KATILIM ŞEMSİYE FONU	60-69	8.418.359,60	9.999
	70+	5.924.816,75	2.537
	0-19	4.792.110,77	506
	20-29	48.920.845,78	4.856
	30-39	199.898.730,13	11.501
	40-49	295.133.089,30	11.500
KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU	50-59	225.590.555,44	11.195
	60-69	100.310.475,68	7.701
	70+	56.678.435,94	3.363
	0-19	2.784.537,85	351
	20-29	6.249.456,63	2.099
	30-39	41.366.875,01	8.744
KORUMALI ŞEMSİYE FON	40-49	116.093.557,38	11.369
	50-59	124.898.706,75	7.481
	60-69	107.004.207,44	3.701
	70+	95.696.276,62	1.876
	0-19	357.161,09	13
	20-29	7.589.489,44	97
PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU	30-39	24.030.847,04	366
	40-49	77.151.545,37	894
	50-59	116.622.109,35	1.061
	60-69	103.179.085,54	812
	70+	168.941.619,32	671
	0-19	48.817.601,85	12.401
SERBEST ŞEMSİYE FON	20-29	266.024.875,40	104.798
	30-39	1.354.983.972,34	244.753
	40-49	2.859.451.128,21	314.012
	50-59	2.744.941.965,60	301.017
	60-69	1.720.257.810,77	204.767
	70+	1.136.764.197,32	105.785
SERBEST ŞEMSİYE FON	0-19	33.152.237,04	17
	20-29	288.494.690,58	36
	30-39	617.414.087,16	131
	40-49	881.630.875,34	311
	50-59	1.343.433.126,42	387
	60-69	1.219.500.470,48	328
	70+	996.948.316,61	246

# TÜRKİYE SEKTÖR VERİLERİ

## Nakit Akışı

Dönem	Fon Türü	Dönem Başı Fon Sayısı	Dönem Başı Fon Adedi	Dönem Başı Fon Tutarı	Fon Adet Değişim	Fon Nakit Akış	Dönem Sonu Fon Sayısı	Dönem Sonu Fon Adedi	Dönem Sonu Fon Tutarı
Ocak	BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSIYE FONU	87	631.276.701.090,05	22.912.129.369,86	-4.880.027.494,42	-60.337.455,54	87	626.396.673.595,64	23.047.510.944,03
Şubat		87	626.396.673.595,64	23.047.510.944,03	1.041.717.461,06	-134.608.102,22	87	627.438.391.056,69	23.096.168.727,88
Mart		87	627.438.391.056,69	23.096.168.727,88	35.501.327.955,51	1.186.511.506,66	86	662.939.719.012,21	24.557.298.671,66
Nisan		86	662.939.719.012,21	24.557.298.671,66	-30.876.622.484,83	-486.512.281,15	86	632.063.096.527,37	24.342.227.564,05
Mayıs		86	632.063.096.527,37	24.342.227.564,05	-24.360.352.580,47	-684.755.106,32	86	607.702.743.946,90	24.005.059.180,83
Haziran		86	607.702.743.946,90	24.005.059.180,83	-35.264.535.537,72	-1.369.273.786,45	85	572.438.208.409,18	22.834.091.668,01
Temmuz		85	572.438.208.409,18	22.834.091.668,01	-8.851.590.914,94	-285.215.780,47	85	563.586.617.494,25	22.890.771.459,33
Ağustos		85	563.586.617.494,25	22.890.771.459,33	-54.190.427.128,71	-1.603.743.004,44	85	509.396.190.365,53	21.978.026.644,54
Eylül		85	509.396.190.365,53	21.978.026.644,54	-95.935.546.940,63	-3.452.407.184,71	83	413.460.643.424,91	18.845.110.076,15
Ekim		83	413.460.643.424,91	18.845.110.076,15	-45.397.791.886,35	-1.703.802.286,85	81	368.062.851.538,55	17.290.551.337,12
Kasım		81	368.062.851.538,55	17.290.551.337,12	6.767.265.931,60	175.454.930,94	81	374.830.117.470,15	17.677.982.565,42
Aralık		81	374.830.117.470,15	17.677.982.565,42	6.349.711.173,47	-187.358.720,99	81	381.179.828.643,62	17.890.753.881,73
Ocak	DEĞİŞKEN ŞEMSIYE FONU	76	120.023.684.554,48	5.287.954.788,22	3.481.123.158,00	352.165.854,03	76	123.504.807.712,48	5.706.682.217,36
Şubat		76	123.504.807.712,48	5.706.682.217,36	3.059.267.514,62	176.646.357,82	78	126.564.075.227,10	5.908.531.408,81
Mart		78	126.564.075.227,10	5.908.531.408,81	3.316.883.145,00	47.584.021,52	78	129.880.958.372,10	6.014.262.100,11
Nisan		78	129.880.958.372,10	6.014.262.100,11	1.399.349.407,00	42.985.116,64	78	131.280.307.779,10	6.081.973.373,71
Mayıs		78	131.280.307.779,10	6.081.973.373,71	-4.812.667.498,00	-267.579.036,69	79	126.467.640.281,10	5.915.196.912,63
Haziran		79	126.467.640.281,10	5.915.196.912,63	-7.777.936.159,00	-456.988.635,29	79	118.689.704.122,10	5.468.832.281,30
Temmuz		79	118.689.704.122,10	5.468.832.281,30	-6.314.260.920,00	-405.975.993,96	79	112.375.443.202,10	5.160.156.288,79
Ağustos		79	112.375.443.202,10	5.160.156.288,79	-6.146.234.604,00	-561.597.272,04	79	106.229.208.598,10	4.895.234.815,11
Eylül		79	106.229.208.598,10	4.895.234.815,11	-9.772.597.792,39	-694.356.706,85	80	96.456.610.805,71	4.275.321.017,90
Ekim		80	96.456.610.805,71	4.275.321.017,90	-9.887.850.226,00	-447.708.920,51	78	86.568.760.579,71	3.759.857.704,77
Kasım		81	86.568.761.308,71	3.759.857.704,77	-2.225.620.723,74	-182.289.309,16	81	84.343.140.584,97	3.640.764.625,40
Aralık		81	84.343.140.584,97	3.640.764.625,40	-3.258.200.280,74	-115.537.904,78	77	81.084.940.304,23	3.585.135.324,29
Ocak	FON SEPETİ ŞEMSIYE FONU	14	11.459.047.531,30	1.539.704.987,16	1.535.431.538,00	149.777.501,19	15	12.994.479.069,30	1.714.359.021,67
Şubat		15	12.994.479.069,30	1.714.359.021,67	678.981.717,00	27.601.224,07	15	13.673.460.786,30	1.734.587.576,53
Mart		15	13.673.460.786,30	1.734.587.576,53	-25.514.690,00	-6.356.628,73	16	13.647.946.096,30	1.751.328.379,31
Nisan		16	13.647.946.096,30	1.751.328.379,31	480.174.921,00	18.108.771,94	17	14.128.121.017,30	1.776.451.940,26
Mayıs		17	14.128.121.017,30	1.776.451.940,26	-163.182.640,00	-26.120.655,58	17	13.964.938.377,30	1.827.483.916,94
Haziran		17	13.964.938.377,30	1.827.483.916,94	-612.047.993,00	-52.962.386,54	17	13.352.890.384,30	1.775.422.824,58
Temmuz		17	13.352.890.384,30	1.775.422.824,58	-1.067.624.320,00	-81.522.030,04	17	12.285.266.064,30	1.748.782.183,17
Ağustos		17	12.285.266.064,30	1.748.782.183,17	10.750.993,00	-107.713.316,46	17	12.296.017.057,30	1.915.723.929,98
Eylül		17	12.296.017.057,30	1.915.723.929,98	-100.906.112,00	-61.629.127,89	16	12.195.110.945,30	1.827.652.716,80
Ekim		16	12.195.110.945,30	1.827.652.716,80	-242.208.149,00	-122.955.676,37	16	11.952.902.796,30	1.623.830.321,37
Kasım		16	11.952.902.796,30	1.623.830.321,37	-291.113.969,00	-77.992.778,30	16	11.661.788.827,30	1.524.532.617,98
Aralık		16	11.661.788.827,30	1.524.532.617,98	230.343.279,00	-36.605.060,80	16	11.892.132.106,30	1.496.487.587,22

Dönem	Fon Türü	Dönem Başı Fon Sayısı	Dönem Başı Fon Adedi	Dönem Başı Fon Tutarı	Fon Adet Değişim	Fon Nakit Akış	Dönem Sonu Fon Sayısı	Dönem Sonu Fon Adedi	Dönem Sonu Fon Tutarı
Ocak	GAYRİMENKUL YATIRIM FONU	13	901.776.798,45	2.131.326.664,89	157.887.293,01	167.129.718,29	14	1.059.664.091,46	2.329.910.947,57
Şubat		14	1.059.664.091,46	2.329.910.947,57	35.088.986,37	36.295.783,58	15	1.094.753.077,83	2.419.296.692,39
Mart		15	1.094.753.077,83	2.419.296.692,39	8.167.153,00	8.948.091,26	16	1.102.920.230,83	2.429.008.791,04
Nisan		16	1.102.920.230,83	2.429.008.791,04	43.023.171,12	46.409.049,09	16	1.145.943.401,95	2.486.016.363,66
Mayıs		16	1.145.943.401,95	2.486.016.363,66	-54.150.352,36	-60.756.796,08	17	1.091.793.049,59	2.489.812.236,03
Haziran		17	1.091.793.049,59	2.489.812.236,03	23.733.000,93	32.041.685,12	17	1.115.526.050,52	2.558.724.784,01
Temmuz		17	1.115.526.050,52	2.558.724.784,01	5.152.039,00	8.797.376,30	16	1.120.678.089,52	2.576.613.507,78
Ağustos		16	1.120.678.089,52	2.576.613.507,78	3.730.299,35	9.128.349,17	16	1.124.408.388,87	2.562.630.197,14
Eylül		16	1.124.408.388,87	2.562.630.197,14	15.988.781,80	16.631.476,37	22	1.140.397.170,67	2.605.750.658,68
Ekim		22	1.140.397.170,67	2.605.750.658,68	28.632.440,65	35.605.352,23	24	1.169.029.611,32	2.666.137.646,68
Kasım		24	1.169.029.611,32	2.666.137.646,68	329.714.129,00	329.161.008,76	25	1.498.743.740,32	3.013.341.228,44
Aralık		25	1.498.743.740,32	3.013.341.228,44	320.569.222,00	320.087.932,06	29	1.819.312.962,32	3.116.565.567,91
Ocak	GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU	6	432.480.000,00	669.422.781,70	3.826.000,00	3.826.000,00	7	436.306.000,00	707.503.830,60
Şubat		7	436.306.000,00	707.503.830,60	1.450.336,48	1.450.000,00	7	437.756.336,48	711.456.448,61
Mart		7	437.756.336,48	711.456.448,61	229.711,00	248.464,55	7	437.986.047,48	729.886.636,00
Nisan		7	437.986.047,48	729.886.636,00	30.000,00	29.026,56	7	438.016.047,48	738.892.599,60
Mayıs		7	438.016.047,48	738.892.599,60	-	-11,92	7	438.016.047,48	811.301.008,13
Haziran		7	438.016.047,48	811.301.008,13	479.653,00	500.947,19	7	438.495.700,48	820.704.610,80
Temmuz		7	438.495.700,48	820.704.610,80	2.298.670,00	3.485.449,20	7	440.794.370,48	859.844.662,89
Ağustos		7	440.794.370,48	859.844.662,89	15.000,00	-65.863.714,86	7	440.809.370,48	1.008.002.438,86
Eylül		7	440.809.370,48	1.008.002.438,86	10.000,00	10.000.000,00	8	440.819.370,48	976.045.578,46
Ekim		8	440.819.370,48	976.045.578,46	-	-	8	440.819.370,48	931.242.114,27
Kasım		8	440.819.370,48	931.242.114,27	80.000.000,00	80.000.000,00	9	520.819.370,48	990.758.398,07
Aralık		9	520.819.370,48	990.758.398,07	56.937.078,00	201.934.200,11	12	577.756.448,48	1.270.422.379,32
Ocak	HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU	73	27.571.818.856,02	2.235.048.952,21	1.467.866.850,99	194.365.025,88	73	29.039.685.707,01	2.510.585.592,07
Şubat		73	29.039.685.707,01	2.510.585.592,07	1.670.250.261,00	101.607.244,02	73	30.709.935.968,01	2.594.172.542,80
Mart		73	30.709.935.968,01	2.594.172.542,80	1.883.005.309,00	42.235.823,56	72	32.592.941.277,01	2.601.089.697,32
Nisan		72	32.592.941.277,01	2.601.089.697,32	-1.840.129.867,00	-18.680.114,90	72	30.752.811.410,01	2.472.302.145,58
Mayıs		72	30.752.811.410,01	2.472.302.145,58	623.171.027,00	65.108.245,85	72	31.375.982.437,01	2.584.110.433,92
Haziran		72	31.375.982.437,01	2.584.110.433,92	573.215.305,00	94.481.346,41	72	31.949.197.742,01	2.643.802.941,54
Temmuz		72	31.949.197.742,01	2.643.802.941,54	-546.990.816,98	-22.629.679,31	72	31.402.206.925,03	2.668.184.620,41
Ağustos		72	31.402.206.925,03	2.668.184.620,41	773.501.333,00	-134.671.119,74	71	32.175.708.258,03	3.017.611.382,06
Eylül		71	32.175.708.258,03	3.017.611.382,06	-502.092.594,61	-86.380.338,44	71	31.673.615.663,42	2.886.147.639,77
Ekim		71	31.673.615.663,42	2.886.147.639,77	-768.889.072,00	-68.287.651,09	71	30.904.726.591,42	2.501.721.326,98
Kasım		71	30.904.726.591,42	2.501.721.326,98	-249.034.298,00	-56.675.966,45	71	30.655.692.293,42	2.425.187.937,61
Aralık		71	30.655.692.293,42	2.425.187.937,61	-31.711.105,43	-15.831.091,94	70	30.623.981.187,99	2.290.262.308,10

# TÜRKİYE SEKTÖR VERİLERİ

Dönem	Fon Türü	Dönem Başı Fon Sayısı	Dönem Başı Fon Adedi	Dönem Başı Fon Tutarı	Fon Adet Değişim	Fon Nakit Akış	Dönem Sonu Fon Sayısı	Dönem Sonu Fon Adedi	Dönem Sonu Fon Tutarı
Ocak	KARMA ŞEMSİYE FON	4	3.364.048.281,89	517.763.925,61	-22.500.816,00	-2.964.807,48	4	3.341.547.465,89	519.557.576,08
Şubat		4	3.341.547.465,89	519.557.576,08	-9.666.102,00	-2.069.317,63	4	3.331.881.363,89	519.046.066,02
Mart		4	3.331.881.363,89	519.046.066,02	-15.384.791,00	-2.292.948,19	4	3.316.496.572,89	516.719.741,37
Nisan		4	3.316.496.572,89	516.719.741,37	-9.277.338,00	-1.232.234,79	4	3.307.219.234,89	508.380.375,41
Mayıs		4	3.307.219.234,89	508.380.375,41	-41.818.615,00	-7.126.499,18	4	3.265.400.619,89	501.585.142,36
Haziran		4	3.265.400.619,89	501.585.142,36	-21.624.330,00	7.193.348,65	5	3.243.776.289,89	504.174.719,20
Temmuz		5	3.243.776.289,89	504.174.719,20	-30.391.855,00	-5.958.155,14	5	3.213.384.434,89	507.271.708,37
Ağustos		5	3.213.384.434,89	507.271.708,37	-51.228.368,00	-32.614.528,49	5	3.162.156.066,89	514.234.229,55
Eylül		5	3.162.156.066,89	514.234.229,55	-77.727.631,00	-11.415.938,30	5	3.084.428.435,89	517.790.773,53
Ekim		5	3.084.428.435,89	517.790.773,53	-66.572.107,00	-9.788.759,09	5	3.017.856.328,89	490.985.880,38
Kasım		5	3.017.856.328,89	490.985.880,38	-52.219.809,00	-8.285.312,58	5	2.965.636.519,89	490.463.014,29
Aralık		5	2.965.636.519,89	490.463.014,29	-52.293.648,00	-8.092.884,11	5	2.913.342.871,89	483.737.163,26
Ocak	KATILIM ŞEMSİYE FONU	29	9.138.346.986,62	573.372.456,62	2.832.228.106,38	51.092.372,35	29	11.970.575.093,00	630.694.309,65
Şubat		29	11.970.575.093,00	630.694.309,65	120.705.557,00	159.784.581,87	29	12.091.280.650,00	797.507.501,44
Mart		29	12.091.280.650,00	797.507.501,44	-601.114.361,00	59.793.647,11	30	11.490.166.289,00	870.494.496,14
Nisan		30	11.490.166.289,00	870.494.496,14	2.087.094.755,00	47.132.926,33	30	13.577.261.044,00	926.696.800,35
Mayıs		30	13.577.261.044,00	926.696.800,35	-1.310.134.274,00	-111.876.781,34	30	12.267.126.770,00	830.754.120,76
Haziran		30	12.267.126.770,00	830.754.120,76	-967.952.824,00	-4.308.107,72	30	11.299.173.946,00	833.310.650,58
Temmuz		30	11.299.173.946,00	833.310.650,58	-1.622.337.990,00	1.402.668,70	30	9.676.835.956,00	848.960.997,63
Ağustos		30	9.676.835.956,00	848.960.997,63	-460.224.410,00	-7.561.738,30	30	9.216.611.546,00	897.352.666,80
Eylül		30	9.216.611.546,00	897.352.666,80	-201.575.174,55	-4.882.753,69	28	9.015.036.371,45	892.311.962,84
Ekim		28	9.015.036.371,45	892.311.962,84	501.591.876,00	64.626.594,31	32	9.516.628.247,45	964.187.242,75
Kasım		32	9.516.628.247,45	964.187.242,75	457.379.878,00	252.190.903,59	32	9.974.008.125,45	1.232.943.881,75
Aralık		32	9.974.008.125,45	1.232.943.881,75	1.889.494.914,00	275.821.099,18	32	11.863.503.039,45	1.538.888.410,78
Ocak	KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU	11	12.805.641.391,00	410.297.938,02	954.931.457,00	21.278.176,08	11	13.760.572.848,00	442.885.282,91
Şubat		11	13.760.572.848,00	442.885.282,91	754.007.565,00	12.574.621,45	11	14.514.580.413,00	451.831.201,59
Mart		11	14.514.580.413,00	451.831.201,59	433.117.575,00	-272.413,99	11	14.947.697.988,00	471.118.813,79
Nisan		11	14.947.697.988,00	471.118.813,79	854.245.696,00	33.074.997,45	11	15.801.943.684,00	509.106.358,21
Mayıs		11	15.801.943.684,00	509.106.358,21	-1.910.227.556,00	-91.430.382,78	11	13.891.716.128,00	468.674.147,35
Haziran		11	13.891.716.128,00	468.674.147,35	-317.989.903,00	-4.670.027,73	11	13.573.726.225,00	452.872.310,13
Temmuz		11	13.573.726.225,00	452.872.310,13	-996.462.334,00	-29.052.913,81	11	12.577.263.891,00	444.304.325,54
Ağustos		11	12.577.263.891,00	444.304.325,54	131.458.719,00	-63.549.652,68	11	12.708.722.610,00	590.262.219,65
Eylül		11	12.708.722.610,00	590.262.219,65	200.174.215,00	13.007.944,23	11	12.908.896.825,00	542.100.424,94
Ekim		11	12.908.896.825,00	542.100.424,94	350.059.942,29	5.643.149,74	11	13.258.956.767,29	516.366.898,34
Kasım		11	13.258.956.767,29	516.366.898,34	21.268.729,00	4.387.112,24	11	13.280.225.496,29	489.118.068,73
Aralık		11	13.280.225.496,29	489.118.068,73	344.467.712,68	7.474.553,59	11	13.624.693.208,97	530.021.972,37



Dönem	Fon Türü	Dönem Başı Fon Sayısı	Dönem Başı Fon Adedi	Dönem Başı Fon Tutarı	Fon Adet Değişim	Fon Nakit Akış	Dönem Sonu Fon Sayısı	Dönem Sonu Fon Adedi	Dönem Sonu Fon Tutarı
Ocak	KORUMALI ŞEMSİYE FON	6	230.964.600,00	243.534.119,63	-2.256.100,00	-2.430.541,92	6	228.708.500,00	250.388.089,70
Şubat		6	228.708.500,00	250.388.089,70	-2.732.730,00	-2.920.493,85	6	225.975.770,00	247.605.855,31
Mart		6	225.975.770,00	247.605.855,31	-2.704.160,00	-2.999.312,86	6	223.271.610,00	257.218.480,61
Nisan		6	223.271.610,00	257.218.480,61	34.683.350,00	19.405.998,62	6	257.954.960,00	272.837.063,23
Mayıs		6	257.954.960,00	272.837.063,23	-1.523.260,00	-1.610.115,90	6	256.431.700,00	277.719.675,59
Haziran		6	256.431.700,00	277.719.675,59	65.655.670,00	48.855.240,70	5	322.087.370,00	335.241.616,96
Temmuz		5	322.087.370,00	335.241.616,96	-2.629.200,00	-2.814.822,06	5	319.458.170,00	339.278.989,48
Ağustos		5	319.458.170,00	339.278.989,48	-5.884.710,00	-6.171.660,44	5	313.573.460,00	333.375.127,93
Eylül		5	313.573.460,00	333.375.127,93	17.406.830,00	16.781.021,13	6	330.980.290,00	354.142.167,18
Ekim		6	330.980.290,00	354.142.167,18	-10.705.640,00	-11.338.424,53	6	320.274.650,00	335.584.839,66
Kasım		8	323.771.350,00	335.584.839,66	183.002.740,00	164.476.347,82	8	506.774.090,00	503.884.274,85
Aralık		8	506.774.090,00	503.884.274,85	-4.241.850,00	-4.234.323,94	7	502.532.240,00	501.126.014,17
Ocak	PARA PIYASASI ŞEMSİYE FONU	23	260.665.831.183,00	13.861.599.461,66	-665.919.313,00	-141.249.806,72	23	259.999.911.870,00	13.866.651.238,66
Şubat		23	259.999.911.870,00	13.866.651.238,66	-1.925.989.216,00	-479.270.053,63	23	258.073.922.654,00	13.519.053.189,19
Mart		23	258.073.922.654,00	13.519.053.189,19	21.808.116.745,00	970.931.157,40	23	279.882.039.399,00	14.646.345.807,15
Nisan		23	279.882.039.399,00	14.646.345.807,15	-6.089.391.124,00	-156.659.310,83	23	273.792.648.275,00	14.644.643.041,05
Mayıs		23	273.792.648.275,00	14.644.643.041,05	5.963.844.811,00	72.944.310,61	23	279.756.493.086,00	14.875.876.524,77
Haziran		23	279.756.493.086,00	14.875.876.524,77	-5.902.092.049,00	-785.999.115,49	23	273.854.401.037,00	14.275.494.059,31
Temmuz		23	273.854.401.037,00	14.275.494.059,31	7.886.792.309,00	442.193.552,23	23	281.741.193.346,00	14.917.448.466,95
Ağustos		23	281.741.193.346,00	14.917.448.466,95	-384.638.087,00	-376.293.984,02	23	281.356.555.259,00	14.827.932.096,39
Eylül		23	281.356.555.259,00	14.827.932.096,39	-52.615.654.819,00	-2.560.445.918,35	23	228.740.900.440,00	12.484.494.448,37
Ekim		23	228.740.900.440,00	12.484.494.448,37	-21.935.473.411,00	-1.036.503.396,11	23	206.805.427.029,00	11.695.963.065,07
Kasım		26	206.805.521.191,00	11.695.963.065,07	113.677.264,00	-31.418.258,26	26	206.919.198.455,00	11.917.383.039,14
Aralık		26	206.919.198.455,00	11.917.383.039,14	10.381.733.143,00	689.757.640,31	26	217.300.931.598,00	12.847.502.943,44
Ocak	SERBEST ŞEMSİYE FON	92	133.404.942.719,00	5.888.458.448,66	1.673.128.962,00	221.865.877,95	94	135.078.071.681,00	6.251.848.985,96
Şubat		94	135.078.071.681,00	6.251.848.985,96	287.575.681,00	136.885.664,66	97	135.365.647.362,00	6.966.434.499,69
Mart		97	135.365.647.362,00	6.966.434.499,69	-3.753.582.711,00	4.826.645,08	100	131.612.064.651,00	6.505.562.645,80
Nisan		100	131.612.064.651,00	6.505.562.645,80	2.040.839.797,00	9.704.925,36	99	133.652.904.448,00	6.598.216.480,85
Mayıs		99	133.652.904.448,00	6.598.216.480,85	348.481.942,00	10.918.823,30	101	134.001.386.390,00	6.801.970.505,21
Haziran		101	134.001.386.390,00	6.801.970.505,21	1.647.185.088,00	304.330.793,32	108	135.648.571.478,00	7.097.583.509,32
Temmuz		108	135.648.571.478,00	7.097.583.509,32	-660.303.815,00	36.402.663,50	110	134.988.267.663,00	7.285.915.638,69
Ağustos		110	134.988.267.663,00	7.285.915.638,69	-5.271.882.510,00	-256.978.619,94	113	129.716.385.153,00	7.684.822.856,02
Eylül		113	129.716.385.153,00	7.684.822.856,02	-3.938.875.934,00	-150.237.511,99	115	125.777.509.219,00	7.762.099.232,63
Ekim		115	125.777.509.219,00	7.762.099.232,63	-876.111.857,00	-126.711.708,85	117	124.901.397.362,00	7.215.271.363,71
Kasım		117	124.901.397.362,00	7.215.271.363,71	19.357.335.739,00	-2.201.230,38	120	144.258.733.101,00	7.096.096.345,13
Aralık		120	144.258.733.101,00	7.096.096.345,13	-64.647.587.479,81	-204.318.484,34	118	79.611.145.621,19	6.963.521.613,12

# TÜRKİYE SEKTÖR VERİLERİ



## Yatırım ve Emeklilik Fonlarında 2018

### Yatırım Fonlarında Genel Değişim

	İlk Tarih 29.12.2017	Son Tarih 31/12/2018	Değişim (%)
Emeklilik Fonları	79.645.194.482,56	93.147.625.738,68	16,95
Yatırım Fonları	47.344.430.462,64	40.760.073.746,13	-13,91

### Yatırım Fonlarında Büyüklük

	Aralık 17		Aralık 18	
	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı
Borçlanma Araçları Fonları	22.902,57	82	17.897,25	84
Fon Sepeti Fonları	1.527,80	13	1.496,25	16
Hisse Senedi Fonları	2.245,37	65	2.320,82	67
Karma ve Değişken Fon	5.773,83	70	4.030,79	76
Katılım Fonları	581,20	33	1.544,90	39
Kıymetli Madenler Fonları	485,68	14	630,74	14
Para Piyasası Fonları	13.827,97	23	12.839,32	23
<b>TOPLAM</b>	<b>47.344,43</b>	<b>300</b>	<b>40.760,07</b>	<b>319</b>

## Tür Bazında Büyüklük

		29.12.2017	31.12.2018	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim (%)	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı						
Yatırım Fonları	Borçlanma Araçları Fonları	Diğer Borçlanma Araçları	7	8	156.812.312,09	154.821.217,00	-1,27	0,12	0,12
		Dış Borçlanma (Eurobond) Araçları	11	11	1.824.255.703,74	1.745.776.566,80	-4,30	1,44	1,30
		Kamu Borçlanma Araçları Fonları	2	2	12.747.265,27	8.833.108,65	-30,71	0,01	0,01
		Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	26	27	17.614.562.212,44	13.325.150.695,69	-24,35	13,87	9,95
		Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	12	12	594.514.641,75	481.627.443,40	-18,99	0,47	0,36
		Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	6	6	161.385.245,78	111.975.856,06	-30,62	0,13	0,08
		Yabancı Borçlanma Araçları Fonları	4	4	49.499.599,41	58.157.527,33	17,49	0,04	0,04
		Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonları	14	14	2.488.793.975,37	2.010.907.516,34	-19,20	1,96	1,50
		<b>82</b>	<b>84</b>	<b>22.902.570.955,85</b>	<b>17.897.249.931,27</b>	<b>-21,85</b>	<b>18,03</b>	<b>13,37</b>	
	Fon Sepeti Fonları	Borçlanma Araçları Fon Sepeti	0	0	0,00	0,00		0,00	0,00
		Diğer Fon Sepeti Fonlar	6	9	1.309.122.981,66	1.216.108.136,97	-7,11	1,03	0,91
		Emtia Yabancı Fon Sepeti Fonları	2	2	17.017.762,52	19.827.928,40	16,51	0,01	0,01
		Hisse Senedi Fon Sepeti Fonları	0	0	0,00	0,00		0,00	0,00
		Yabancı Fon Sepeti	5	5	201.654.447,54	260.312.691,52	29,09	0,16	0,19
		<b>13</b>	<b>16</b>	<b>1.527.795.191,72</b>	<b>1.496.248.756,89</b>	<b>-2,06</b>	<b>1,20</b>	<b>1,12</b>	
	Hisse Senedi Fonları	Endeks Hisse Senedi Fonları	20	20	495.674.712,76	446.706.614,28	-9,88	0,39	0,33
		Hisse Senedi Fonları	37	39	1.261.607.786,37	1.039.526.774,65	-17,60	0,99	0,78
		Yabancı Hisse Senedi Fonları	8	8	488.092.035,67	834.589.828,79	70,99	0,38	0,62
		<b>65</b>	<b>67</b>	<b>2.245.374.534,80</b>	<b>2.320.823.217,72</b>	<b>3,36</b>	<b>1,77</b>	<b>1,73</b>	
	Karma & Değişken Fonlar	Değişken Fonlar	64	70	5.219.958.519,89	3.532.762.907,90	-32,32	4,11	2,64
		Karma Fonlar	6	6	553.874.634,04	498.025.861,72	-10,08	0,44	0,37
		<b>70</b>	<b>76</b>	<b>5.773.833.153,93</b>	<b>4.030.788.769,62</b>	<b>-30,19</b>	<b>4,55</b>	<b>3,01</b>	
	Katılım Fonları	Altın Katılım Fonları	3	4	38.641.312,98	57.738.689,93	49,42	0,03	0,04
		Diğer Katılım Fonları	6	7	29.129.830,18	24.058.287,04	-17,41	0,02	0,02
		Hisse Katılım Fonları	6	7	11.541.212,73	10.359.738,27	-10,24	0,01	0,01
		Kira Sertifikası Fonları	18	21	501.887.630,57	1.452.743.171,36	189,46	0,40	1,08
		<b>33</b>	<b>39</b>	<b>581.199.986,46</b>	<b>1.544.899.886,60</b>	<b>165,81</b>	<b>0,46</b>	<b>1,15</b>	
	Kıymetli Madenler Fonları	Altın Fonları	13	13	473.315.161,27	618.618.924,42	30,70	0,37	0,46
		Kıymetli Madenler Fonları	1	1	12.368.040,93	12.122.126,94	-1,99	0,01	0,01
	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>485.683.202,20</b>	<b>630.741.051,36</b>	<b>29,87</b>	<b>0,38</b>	<b>0,47</b>		
Emeklilik Fonları	Para Piy. Fonları	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>13.827.973.437,68</b>	<b>12.839.322.132,67</b>	<b>-7,15</b>	<b>10,89</b>	<b>9,59</b>	
	Borçlanma Araçları	56	56	24.495.637.557,73	26.196.892.246,03	6,95	19,29	19,56	
	Fon Sepeti Fonları	2	2	18.386.595,54	18.461.146,17	0,41	0,01	0,01	
	Hisse Senedi	28	28	5.174.889.694,73	4.700.289.335,84	-9,17	4,08	3,51	
	Karma & Esnek Fonlar	115	116	34.988.860.913,46	37.523.190.585,36	7,24	27,55	28,02	
	Kıymetli Madenler	14	14	3.245.845.760,23	7.500.283.445,50	131,07	2,56	5,60	
	Para Piyasası	21	21	7.426.324.908,84	9.644.127.634,50	29,86	5,85	7,20	
	Katılım Fonları	24	28	2.499.306.996,91	2.945.961.664,97	17,87	1,97	2,20	
	Başlangıç Fonları	13	13	656.569.440,77	478.182.371,61	-27,17	0,52	0,36	
	Değişken Fonlar	0	52	1.319.871,08	42.811.587,52	3143,62	0,00	0,03	
	Katılım Fonları	15	64	1.137.081.576,28	2.920.138.067,90	156,81	0,90	2,18	
	Standart Fonlar	0	13	971.166,99	1.177.287.653,28	121124,02	0,00	0,88	
		<b>588</b>	<b>726</b>	<b>126.989.624.945</b>	<b>133.907.699.485</b>	<b>5,45</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	

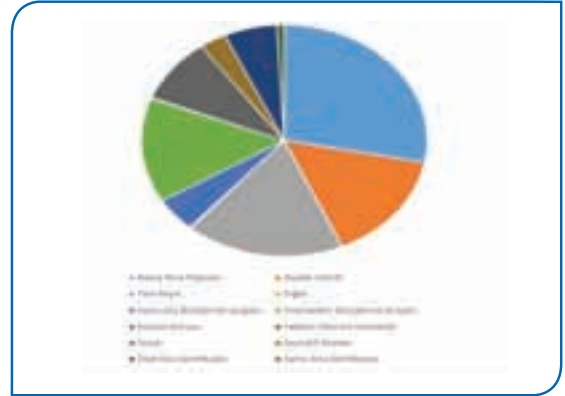
## Yatırım Fonlarında 2018 Dördüncü Çeyrek

### Yatırım Fonlarında Büyüme

		Eylül 18	Aralık 18	Değişim	Eylül 18	Aralık 18
		İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	%	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
<b>Yatırım Fonları</b>	Borçlanma Araçları	18.837.397.241,49	17.897.249.931,27	-4,99	14,18	13,37
	Fon Sepeti Fonları	1.819.116.309,51	1.496.248.756,89	-17,75	1,37	1,12
	Hisse Senedi	2.895.800.967,36	2.320.823.217,72	-19,86	2,18	1,73
	Karma & Değişken Fonlar	4.744.940.189,47	4.030.788.769,62	-15,05	3,57	3,01
	Katılım Fonları	899.312.988,77	1.544.899.886,60	71,79	0,68	1,15
	Kıymetli Madenler	632.691.334,26	630.741.051,36	-0,31	0,48	0,47
	Para Piyasası	12.452.533.138,23	12.839.322.132,67	3,11	9,38	9,59
	<b>TOPLAM</b>	<b>42.281.792.169,09</b>	<b>40.760.073.746,13</b>	<b>-3,60</b>	<b>31,83</b>	<b>30,44</b>

### Yatırım Fonlarında Varlık Dağılımı

Varlık Dağılımları	31.12.2018
Borsa Para Piyasası	15,26
Devlet Tahvili	8,29
Ters Repo	9,80
Diğer	0,09
Kamu Dış Borçlanma Araçları	2,58
Özel Sektör Borçlanma Araçları	7,98
Hazine Bonosu	0,08
Yabancı Menkul Kıymetler	0,01
Hisse	4,91
Kıymetli Maden	1,64
Özel Kira Sertifikaları	3,27
Kamu Kira Sertifikaları	0,45



### Yatırım Fonlarında Büyüklük

	Mart 18		Haziran 18		Eylül 18		Aralık 18	
	Büyükük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyükük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyükük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyükük (Milyon TL)	Fon Sayısı
Borçlanma Araçları Fonları	24.513,69	82	22.839,88	82	18.837,40	82	17.897,25	84
Fon Sepeti Fonları	1.719,78	15	1.763,76	16	1.819,12	16	1.496,25	16
Hisse Senedi Fonları	2.636,40	66	2.682,17	66	2.895,80	67	2.320,82	67
Karma ve Değişken Fon	6.509,27	73	5.969,43	75	4.744,94	76	4.030,79	76
Katılım Fonları	881,21	34	838,82	34	899,31	34	1.544,90	39
Kıymetli Madenler Fonları	556,89	14	534,62	14	632,69	14	630,74	14
Para Piyasası Fonları	14.628,14	23	14.232,99	23	12.452,53	23	12.839,32	23
<b>TOPLAM</b>	<b>51.445,38</b>	<b>307</b>	<b>48.861,67</b>	<b>310</b>	<b>42.281,79</b>	<b>312</b>	<b>40.760,07</b>	<b>319</b>



## Yatırım Fonlarında Genel Değişim

	"İlk Tarih 28.09.2018"	Son Tarih 31/12/2018	Değişim (%)
Yatırım Fonları	42.281.792.169,09	40.760.073.746,13	-3,60

## Tür Bazında Büyüklük

		28.09. 2018	31.12. 2018	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim (%)	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı						
Yatırım Fonları	Borçlanma Araçları Fonları	Diğer Borçlanma Araçları	7	8	127.291.962,69	154.821.217,00	21,63	0,10	0,12
		Dış Borçlanma (Eurobond) Araçları	11	11	2.003.198.417,03	1.745.776.566,80	-12,85	1,51	1,30
		Kamu Borçlanma Araçları Fonları	2	2	8.122.724,03	8.833.108,65	8,75	0,01	0,01
		Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	26	27	14.273.832.428,04	13.325.150.695,69	-6,65	10,75	9,95
		Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	12	12	467.074.011,93	481.627.443,40	3,12	0,35	0,36
		Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	6	6	114.917.661,58	111.975.856,06	-2,56	0,09	0,08
		Yabancı Borçlanma Araçları Fonları	4	4	68.395.828,63	58.157.527,33	-14,97	0,05	0,04
		Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonları	14	14	1.774.564.207,56	2.010.907.516,34	13,32	1,34	1,50
		<b>82</b>	<b>84</b>	<b>18.837.397.241,49</b>	<b>17.897.249.931,27</b>	<b>-4,99</b>	<b>14,18</b>	<b>13,37</b>	
	Fon Sepeti Fonları	Borçlanma Araçları Fon Sepeti	0	0	0,00	0,00		0,00	0,00
		Diğer Fon Sepeti Fonlar	9	9	1.478.837.518,82	1.216.108.136,97	-17,77	1,11	0,91
		Emtia Yabancı Fon Sepeti Fonları	2	2	30.715.946,98	19.827.928,40	-35,45	0,02	0,01
		Hisse Senedi Fon Sepeti Fonları	0	0	0,00	0,00		0,00	0,00
		Yabancı Fon Sepeti	5	5	309.562.843,71	260.312.691,52	-15,91	0,23	0,19
			<b>16</b>	<b>16</b>	<b>1.819.116.309,51</b>	<b>1.496.248.756,89</b>	<b>-17,75</b>	<b>1,37</b>	<b>1,12</b>
	Hisse Senedi Fonları	Endeks Hisse Senedi Fonları	20	20	462.096.658,03	446.706.614,28	-3,33	0,35	0,33
		Hisse Senedi Fonları	39	39	1.212.526.383,30	1.039.526.774,65	-14,27	0,91	0,78
		Yabancı Hisse Senedi Fonları	8	8	1.221.177.926,03	834.589.828,79	-31,66	0,92	0,62
			<b>67</b>	<b>67</b>	<b>2.895.800.967,36</b>	<b>2.320.823.217,72</b>	<b>-19,86</b>	<b>2,18</b>	<b>1,73</b>
	Karma & Değişken Fonlar	Değişken Fonlar	70	70	4.217.734.604,45	3.532.762.907,90	-16,24	3,18	2,64
		Karma Fonlar	6	6	527.205.585,02	498.025.861,72	-5,53	0,40	0,37
			<b>76</b>	<b>76</b>	<b>4.744.940.189,47</b>	<b>4.030.788.769,62</b>	<b>-15,05</b>	<b>3,57</b>	<b>3,01</b>
	Katılım Fonları	Altın Katılım Fonları	3	4	60.318.269,53	57.738.689,93	-4,28	0,05	0,04
		Diğer Katılım Fonları	6	7	31.391.040,14	24.058.287,04	-23,36	0,02	0,02
		Hisse Katılım Fonları	6	7	11.304.827,90	10.359.738,27	-8,36	0,01	0,01
		Kira Sertifikası Fonları	19	21	796.298.851,20	1.452.743.171,36	82,44	0,60	1,08
			<b>34</b>	<b>39</b>	<b>899.312.988,77</b>	<b>1.544.899.886,60</b>	<b>71,79</b>	<b>0,68</b>	<b>1,15</b>
	Kıymetli Madenler Fonları	Altın Fonları	13	13	619.610.571,74	618.618.924,42	-0,16	0,47	0,46
Kıymetli Madenler Fonları		1	1	13.080.762,52	12.122.126,94	-7,33	0,01	0,01	
		<b>14</b>	<b>14</b>	<b>632.691.334,26</b>	<b>630.741.051,36</b>	<b>-0,31</b>	<b>0,48</b>	<b>0,47</b>	
Para Piy. Fonları		<b>23</b>	<b>23</b>	<b>12.452.533.138,23</b>	<b>12.839.322.132,67</b>	<b>3,11</b>	<b>9,38</b>	<b>9,59</b>	

# TÜRKİYE SEKTÖR VERİLERİ

## Emeklilik Fonları 2018 Dördüncü Çeyrek

Emeklilik Fonlarında Büyüme

		Eylül 18	Aralık 18	Değişim	Eylül 18	Aralık 18
		İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	(%)	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
<b>Emeklilik Fonları</b>	Borçlanma Araçları Fonları	26.426.573.595,96	26.196.892.246,03	-0,87	19,90	19,56
	Fon Sepeti Fonları	19.062.002,17	18.461.146,17	-3,15	0,01	0,01
	Hisse Senedi Fonları	5.283.920.838,77	4.700.289.335,84	-11,05	3,98	3,51
	Karma ve Esnek Fon	36.384.177.872,90	37.523.190.585,36	3,13	27,39	28,02
	Katılım Fonları	2.857.397.164,20	2.945.961.664,97	3,10	2,15	2,20
	Kıymetli Madenler Fonları	7.012.313.564,84	7.500.283.445,50	6,96	5,28	5,60
	Para Piyasası Fonları	8.720.366.562,74	9.644.127.634,50	10,59	6,57	7,20
	OKS-Başlangıç Fonları	378.594.544,83	478.182.371,61	26,30	0,29	0,36
	OKS-Değişken Fonlar	33.500.517,47	42.811.587,52	27,79	0,03	0,03
	OKS-Katılım Fonları	2.430.717.360,85	2.920.138.067,90	20,13	1,83	2,18
	OKS-Standart Fonlar	990.619.404,01	1.177.287.653,28	18,84	0,75	0,88
		<b>90.537.243.428,74</b>	<b>93.147.625.738,68</b>	<b>2,88</b>	<b>68,17</b>	<b>69,56</b>

Emeklilik Fonları Tür Bazında Değişiklik

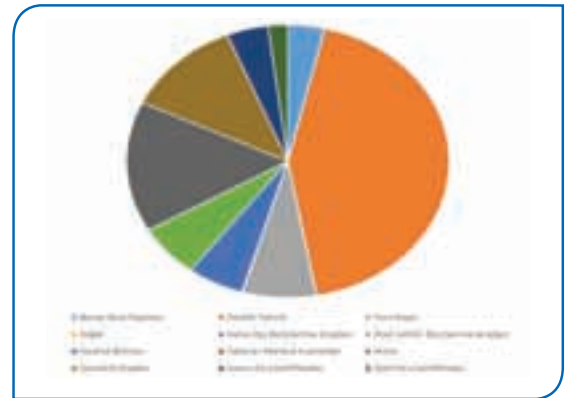
		28.09.2018	31.12.2018	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı					
<b>Emeklilik Fonları</b>	Borçlanma Araçları	56	56	26.426.573.595,96	26.196.892.246,03	-0,87	19,90	19,56
	Fon Sepeti Fonları	2	2	19.062.002,17	18.461.146,17	-3,15	0,01	0,01
	Hisse Senedi	28	28	5.283.920.838,77	4.700.289.335,84	-11,05	3,98	3,51
	Karma & Esnek Fonlar	116	116	36.384.177.872,90	37.523.190.585,36	3,13	27,39	28,02
	Kıymetli Madenler	14	14	7.012.313.564,84	7.500.283.445,50	6,96	5,28	5,60
	Para Piyasası	21	21	8.720.366.562,74	9.644.127.634,50	10,59	6,57	7,20
	Katılım Fonları	27	28	2.857.397.164,20	2.945.961.664,97	3,10	2,15	2,20
	Başlangıç Fonları	13	13	378.594.544,83	478.182.371,61	26,30	0,29	0,36
	Değişken Fonlar	52	52	33.500.517,47	42.811.587,52	27,79	0,03	0,03
	Katılım Fonları	64	64	2.430.717.360,85	2.920.138.067,90	20,13	1,83	2,18
	Standart Fonlar	13	13	990.619.404,01	1.177.287.653,28	18,84	0,75	0,88

### Varlık Dağılımları

31.12.2018

Borsa Para Piyasası	2,49
Devlet Tahvili	29,17
Ters Repo	4,96
Diğer	0,05
Kamu Dış Borçlanma Araçları	3,81
Özel Sektör Borçlanma Araçları	4,24
Hazine Bonosu	0,00
Yabancı Menkul Kıymetler	0,01
Hisse	10,40
Kıymetli Maden	7,89
Kamu Kira Sertifikaları	2,81
Özel Kira Sertifikaları	1,32

Emeklilik Fonlarında Varlık Dağılımı



### Emeklilik Fonlarında Genel Değişim

	"İlk Tarih 28.09.2018"	Son Tarih 31/12/2018	Değişim (%)
Emeklilik Fonları	90.537.243.428,74	93.147.625.738,68	2,88