

Değerli okurlar,

Küresel piyasalarda aktif olan büyük kurumsal yatırımcılar yaptıkları yatırımlarda sadece kısa vadeli getiri odaklı olmaktan uzun süre önce çıktılar ve stratejilerini sürdürülebilirlik kriterlerine göre güncellemeye büyük bir hızla devam ediyorlar. Yatırım yapılan şirketler ve devletlerde ve bunların ihraç ettikleri finansal ürünlerde artık pay sahipliği haklarının kullanılması, bilgilendirme politikasına sahip olunması, risk yönetimine önem verilmesi, çevresel ve sosyal etkinin gözetilmesi ve menfaat çatışmalarının giderilmesi gibi konular da en az fiyatlama kadar dikkate alınıyor. Buradaki en büyük itici güç, düzenlemelerden ziyade müşterilerin de artık sürdürülebilir getirilerin sadece ve sadece bu kriterlere uyan ürünler ve varlık yöneticileri tarafından sağlanabileceğine inanmaları.

TKYD olarak Nisan ayında düzenlenen Türkiye'nin ilk ÇSY (Çevresel, Sosyal, Yönetimsel İlkeler) Çalıştayı'ndan sonra, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ile Haziran ayında imzaladığımız protokolün sürdürülebilirlik konularında ülkemizin tüm şirketlerinin kurumsal yatırımcılarına rehber olacağına inanıyoruz. Dergimizin ilgili bölümünde söz konusu protokol ile ilgili detaylı bilgiyi bulabilirsiniz.

TSPB'nin yeni Başkanı Sn. Dr. Alp Keler, CFA yeni dönem hedeflerini dergimiz için kaleme alırken, SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkan Yardımcısı Sn. Erkan Özgüç İslami Fon Yönetimi konulu makalesi ile dergimize katkıda bulundu. Yaz sayımızın bir başka dikkat çekici içeriği ise, "Son düzenlemeler sonrası ideal BES sistemi nasıl olmalı" sorusunu farklı tarafların görüşleriyle irdeleyen bir dosya. Otomatik Katılım Sistemi'nde son durumu da ayrıca bir emeklilik şirketimizin görüşleriyle dergimizde okuyabilirsiniz.

Portföy yönetimi sektöründeki en güncel yatırım eğilimlerini dergimizde en yetkin uzmanların makaleleriyle sizlere sunma gayretindeyiz. Bu kapsamda "Girişim Sermayesi Fonlarının Kurumsallaşmadaki Rolü ve Önemi", "Davranışsal Kurumsal Finans", "Girişim Sermayesi Fonlarında Risk Yönetimi Ölçüm Modelleri ve EVCA Standartlarının Uygulanmasının Yabancı Sermaye Çekmedeki Önemi" bu sayımızda yer alan bazı makalelerin başlıkları...

Fon Yönetimi sayfamızda bir Yeni Teknolojiler Yatırım Fonu tanıtımı yer alırken, Yabancı Konuk sayfasında bu kez Brezilya Finans ve Sermaye Piyasaları Birliği'nin (ANBIMA) sorularımıza verdiği cevapları bulacaksınız.

Fintech sayfasında dijital dönüşüm konulu makale serimiz devam ediyor. Bu kez başlık, "Finans 4.0: Bankacılık ve sermaye piyasalarında makine öğrenmesi uygulamaları". Eğitim sayfamızda Finansal Planlama konulu makale serimiz devam ederken, Sanat sayfamızda ise İş Sanat'ı tanıyoruz.

Keyifli okumalar dilerim.

Saygılarımla,

M. Selim Yazıcı
TKYD Başkanı



“TKYD olarak Nisan ayında düzenlenen Türkiye'nin ilk ÇSY (Çevresel, Sosyal, Yönetimsel İlkeler) Çalıştayı'ndan sonra, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ile Haziran ayında imzaladığımız protokolün sürdürülebilirlik konularında ülkemizin tüm şirketlerinin kurumsal yatırımcılarına rehber olacağına inanıyoruz.”

içindekiler



4 SEKTÖRDEN HABERLER

6 TKYD ANKET FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 2. Çeyrek/2019

8 TKYD'DEN TKYD'den "Yatırımlarda Kurumsal Yönetim" için önemli adım TKYD, EFAMA Genel Kurulu'na katıldı

10 TSPB TSPB'nin Yeni Dönem Hedefleri

Dr. Alp Keler, CFA / Başkan / Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB)

12 İSLAMİ FİNANS İslami Fon Yönetimi

Erkan Özgüç / Daire Başkan Yardımcısı / SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi

20 OTOMATİK KATILIM OKS BUGÜN Erol Öztürkoglu / Genel Müdür / Fiba Emeklilik A.Ş.

22 BES Son Düzenlemeler Işığında İdeal BES Sistemi Bireysel Emeklilik Sisteminde Sorunlar ve Çözüm Yolları

Ali Haydar Elveren / Kurucu Ortak / Adendum

BES Fonlarının Performansı Mevzuatta Yerini Aldı

Doç. Dr. Serra Eren Sarıoğlu / Yönetici Ortak / Ludens

Rating ve Sıralandırmaların Yaygın Kullanımı Sağlıklı Yatırım Kararları Getirir

Ali Perşembe / Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı

SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

İdeal Bes Sistemi Nasıl Olmalı? Doç. Dr. Engin Kurun / Piri Reis Üniversitesi

32 FON YÖNETİMİ Ak Portföy Yeni Teknolojiler Fonu

Ali Emrah Ustacı / Bölüm Başkanı / Yatırım Fonları, İş Geliştirme, Dağıtım Kanalları, Kurumsal İletişim, Pazarlama & Satış / Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

34 YATIRIM TRENDLERİ

ÇSY (Sürdürülebilirlik) faktörlerinin Türkiye'de fon yönetiminde uygulanması

Pınar Uğuroğlu Delice / Araştırma ve Strateji Direktörü / TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

36 SEKTÖR ANALİZİ Girişim Sermayesi Fonlarının Kurumsallaşmadaki Rolü ve Önemi

Göktürk Işıkpınar / Genel Müdür Yardımcısı / Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

38 PORTFÖY YÖNETİCİSİ GÖZÜYLE Gözler Merkez Bankalarının Kararlarında

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

40 TÜRKİYE YATIRIM FONLARI PİYASASI

Yatırım ve Emeklilik Fonları Pazarında İkinci Çeyrek Görünümü

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

43 KONFERANS AJANDASI



TEMMUZ - AĞUSTOS - EYLÜL 2019

44 ALTERNATİF FONLAR

ALTERNATİF YATIRIM FONLARI BÜLTENİ Temmuz 2019

48 RİSK YÖNETİMİ

Girişim Sermayesi Fonlarında Risk Yönetimi Ölçüm Modelleri ve EVCA Standartlarının Uygulanmasının Yabancı Sermaye Çekmedeki Önemi

Dr. Özge Yürükoğlu / Projeler Koordinatörü / RiskActive

Dr. Barış Akçay / Partner / RiskActive

Prof. Dr. Yaman Ömer Erzurumlu / Danışman

54 KONFERANS

Disruption: Yatırım Yönetiminin Yeni Gerçekleri

Ertunç Tümen, CFA / Genel Müdür Yardımcısı / Pazarlama, Satış ve İş Geliştirme
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

56 TSPB RAPOR Portföy Yönetim Şirketleri 2018 Analizi

Onur Saltürk / Kıdemli Uzman / TSPB

60 FINTECH

Finans 4.0: Bankacılık ve sermaye piyasalarında makine öğrenmesi uygulamaları

Aykut Sarıbrınk / Yönetici Ortak / VeriZeka

62 YABANCI KONUK

Brezilya Yatırım Fonları Sektörü

Carlos Ambrósio / President / ANBIMA (Brazilian Financial and Capital Markets Association)

64 DAVRANIŞSAL FİNANS Davranışsal Kurumsal Finans

Prof. Dr. Cenktan Özyıldırım / Bilgi Üniversitesi

66 SANAT İş'in içinde sanat var Zuhal Üreten / Genel Müdür / İş Sanat

68 EĞİTİM Finansal Planlama Gerçek Hayatta Nasıl Uygulanır? - 5

Alparslan Budak / Bilimler Derneği Yönetim Kurulu Üyesi

70 Yapı Kredi Portföy ve FODER'den "Bütçesini Bilen Çocuklar" Eğitimi

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

76 YATIRIMCI KİTAPLIĞI Derleyen: Levent Gürses

EFAMA

78 Avrupa Yatırım Fonları Sektörü 2018 3. Çeyrek Dönem Görünümü

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

82 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

Burcu Toker

Didem Çankaya Ural

Erkan Ögeç

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 Göktan

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 istatistik verilerden derlenmiştir. Dergide yer alan tüm yazılar ve içeriklerinden yazarları sorumludur. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi sorumlu değildir. Dergide yer alan yazılar izin alınmadan ve kaynak gösterilmeden hiçbir şekilde kullanılamaz.

FON KURULUŞLARI, PYS FAALİYET İZİNİ, SERMAYE ARTIŞI*

- 1. Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.** Markalı Gayrimenkul Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.
- 2. Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.** Üçüncü Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi ve katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesi onaylandı.
- 3. SKY Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.'nin** faaliyet izni ile portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir. İş Portföy Yönetimi A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fon'un kuruluşuna izin verildi.
- 4. Vera Venture Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.'nin** 5.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 1.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 2.000.000 TL'ye artırılmasına izin verildi.
- Faaliyetleri geçici olarak durdurulmuş olan **Alkhair Portföy Yönetimi A.Ş.'nin** faaliyet izni ve portföy yöneticiliği ile yatırım danışmanlığı yetki belgesinin iptal edilmesi talepleri olumlu karşılandı.
- 6. Fiba Portföy Yönetimi A.Ş.** Re-Pie Gayrimenkul Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.
- 7. Albaraka Portföy Yönetimi A.Ş.'nin,** 20.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 5.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 16.000.000 TL'ye artırılmasına izin verildi.
- 8. Vera Venture Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.** Next Proptech Girişim Sermayesi Yatırım Fonu ve Vera Venture Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. İnovatif Teknolojiler Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verildi.
- 9. PAAMCO Miren Portföy Yönetimi A.Ş.'de** (Şirket) dolaylı pay sahibi olan Pacific Alternative Asset Management Company, LLC'nin (yeni unvanı PAAMCO Prisma,

LLC) Şirket paylarının tamamına doğrudan sahip olan ortağı Paamco Miren Limited'in sermayesini temsil eden payların tümünü PAAMCO Miren Holdings, LLC'ye devretmesi nedeniyle Şirket'in ortaklık yapısında meydana gelen dolaylı pay sahipliği değişikliğine onay verildi. Paamco Miren Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 2.500.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 1.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 1.200.000 TL'ye artırılmasına izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

10. Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş. Mesa Gayrimenkul Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

11. Azimut Portföy Yönetimi A.Ş. Sinema TV Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

12. İş Portföy Yönetimi A.Ş.'nin kurucusu olduğu İş Portföy Yönetimi A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fon'a bağlı olarak ihraç edilecek İş Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçlarına Yatırım Yapan %117 Anapara Koruma Amaçlı Birinci Fon'un katılma paylarının ihracına ilişkin izahnamenin onaylanması talebi olumlu karşılandı.

13. Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Katılım Şemsiye Fonu ve QNB Finans Portföy Yönetimi A.Ş. Fon Sepeti Şemsiye Fonu kuruluşuna izin verildi.

14. Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 15.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 5.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 10.000.000 TL'ye artırılmasına izin verildi.

15. Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Acalis Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu ve Global MD Portföy Yönetimi A.Ş. Turk Holding Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgelerinin onaylanması talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

16. Metro Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 10.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 2.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 5.193.256 TL'ye artırılmasına izin verildi.

17. Şeker Portföy Yönetimi A.Ş.'nin faaliyetlerinin kendi talebi üzerine bir yıl süreyle geçici olarak durdurulmasına karar verildi.

18. Aura Portföy Yönetimi A.Ş. Konut Alfa Katılım Gayrimenkul Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

19. Omurga Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Şirket Ortağım Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun katılma paylarının ihracına ilişkin ihraç belgesinin onaylanması talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

20. Oragon Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 5.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, 1.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 1.200.000 TL'ye artırılmasına izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

21. Strateji Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 10.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, 2.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin 2.500.000 TL'ye artırılmasına izin verildi.

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

Fonun Ünvanı

| |
|--|
| Tacirler Portföy İstatistiksel Arbitraj Serbest Fon |
| Tacirler Portföy Sirius Serbest Fon |
| Ata Portföy Analiz Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon) |
| Ak Portföy Pruva Serbest (Döviz) Özel Fon |
| İş Portföy Mavi Serbest (Döviz) Özel Fon |
| İş Portföy Poyraz Serbest (Döviz) Özel Fon |
| Deniz Portföy Armut Serbest (Döviz) Özel Fon |
| Deniz Portföy Artı Serbest (Döviz) Özel Fon |
| İş Portföy Toros Serbest (Döviz) Özel Fon |
| Ak Portföy %115 Anapara Koruma Amaçlı Otuzuncu Fon |
| Ak Portföy %115 Anapara Koruma Amaçlı Otuzbirinci Fon |
| Yapı Kredi Portföy Odeabank Serbest (Döviz) Özel Fon |
| Yapı Kredi Portföy Hisar Serbest (Döviz) Fon |
| TEB Portföy KYF Serbest (Döviz) Özel Fon |
| İş Portföy Anadolu Hayat Emeklilik Serbest Özel Fon |
| HSBC Portföy Birinci Serbest (Döviz) Fon |
| Azimut Portföy SKY Serbest (Döviz) Özel Fon |
| Azimut Portföy SKY Serbest Özel Fon |
| Mükafat Portföy İkinci Katılım Aktif Serbest (Döviz) Fon |
| Deniz Portföy Bade Serbest (Döviz) Özel Fon |
| Deniz Portföy Dördüncü Serbest Fon |
| Gedik Portföy Alfon Serbest Fon |
| Gedik Portföy İkinci Serbest Fon |
| Hedef Portföy Doğu Hisse Senedi Serbest Fon (Hisse Senedi Yoğun Fon) |
| QNB Finans Portföy Baysan Serbest (Döviz) Özel Fon |

KURUMLARDAN HABERLER

Yapı Kredi Portföy - Odeabank İşbirliği

Yapı Kredi Portföy Satış ve Yatırım Fonları Yönetimi ekipleri, Odeabank satış gücü ile 30 Nisan günü Wyndham Grand Levent otelinde bir araya geldi. İş ortaklıklarını yeni ürünlerle pekiştiren iki kurum, toplantının ardından keyifli bir kokteyl ile sohbet etme fırsatı da buldular.



Ak Portföy'ün en yeni kitabı:

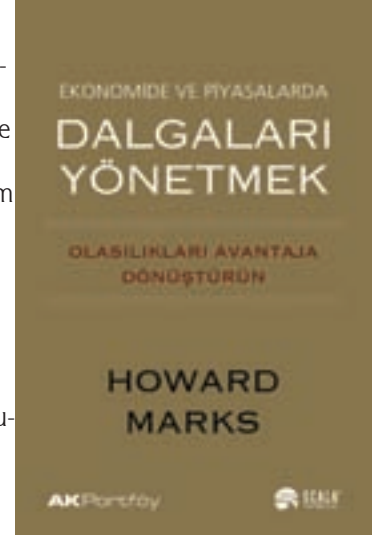
“Ekonomide ve Piyasalarda Dalgaları Yönetmek”

“Her durumda kazanmak mümkündür; önemli olan kazanmak için nasıl düşünmek gerektiğini bilmektir.”

Ak Portföy, ülkemizde yatırım dünyasında entellektüel gelişimi desteklemek amacıyla gerçekleştirdiği finans kitapları serisine bu yıl Howard Marks'ın kitabı, “Mastering The Market Cycle / Ekonomide ve Piyasalarda Dalgaları Yönetmek” ile devam ediyor.

Ak Portföy Genel Müdürü Mehmet Ali Ersarı, sunuş yazısında Marks'ın yatırım yönetiminin efsane isimleri arasında olduğunu altını çiziyor: “Marks'ın yaklaşımı, piyasaları yöneten döngüleri nasıl tanımlayacağınızı ve yöneteceğinizi gösteriyor. Başarılı bir yatırım için geçmiş ekonomi ve piyasa döngülerini iyi analiz ederek doğru dersleri çıkarmak gerekiyor. Dalgalanan piyasalara ne zaman girmeli, ne zaman çıkmalıyız? Bu sorunun cevabı hiçbir zaman kolay değildir. Ancak döngülerin ritminin arkasındaki nedenler anlaşıldığında doğru cevaba ulaşılabilir. Sadece ekonomiyi, piyasaları ve şirketleri değil aynı zamanda insan psikolojisini ve bunun sonucunda ortaya çıkan yatırım davranışlarını etkileyen iniş-çıkış kalıplarını öğrendiğimizde, bir döngünün neresinde olduğumuzu anlayabiliriz. Marks'a göre geçmiş döngülerin davranışlarını analiz ettiğimizde, döngüleri ortaya çıkaran faktörleri kavradığımızda ve bir sonraki döngüyü öngörebilmek için odaklandığımızda, bu döngülerin yıllar içinde kendini tekrar eden kalıpları konusunda ustalaşır ve yatırımlarımızın getirilerini yükseltmek için döngülerin doğasından yararlanabiliriz.

ABD Sermaye piyasalarında yarım asırlık tecrübe sahibi Howard Marks bu kitabında piyasa döngülerini iyi okuyabilmenin şifrelerini okuyucularla paylaşıyor. Koleksiyonumuzun en yeni üyesini sizlere sunuyor ve keyifli okumalar diliyorum.”





FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 3.Çeyrek/2019

Fon Yöneticileri için anahtar göstere Enflasyon

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi” sonuçlarına göre, üçüncü çeyrek dönemde dikkatler enflasyon verilerinde olacak...

Enflasyonun yanı sıra döviz kurunu da yakından izlemeyi sürdüreceği fon yöneticileri, ABD Merkez Bankası kararlarını piyasaların yön bulmasında en önemli faktör olarak görüyor.

Anket sonuçları, üçüncü çeyrekte Altın için yukarı yöndeki hareket beklentisinin sürdüğünü de gösterdi.

Fon Yöneticileri 2019 3. Çeyrek Dönem Beklenti Anketi, çoğunluğunu Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin oluşturduğu 19 kurum temsilcisinin katılımıyla 21 Haziran-1 Temmuz 2019 tarihleri arasında düzenlendi.

ABD Merkez Bankası kararları piyasalara yön verecek

| Piyasalarda belirleyici olacak etken | % |
|---|----|
| FED para politikası kararları | 84 |
| İç siyasi gelişmeler | 16 |
| Avrupa’da ekonomik ve siyasi gelişmeler | -- |
| Ticaret Savaşları | 11 |
| Çin/Uzakdoğu Verileri | -- |
| TCMB Para Politikası Kararları | 37 |
| Dış Siyasi Gelişmeler&Ortadoğu | 37 |
| Diğer | 5 |

Beklenti Anketi sonuçları, yılın üçüncü çeyreğinde ABD Merkez Bankası'nın (FED) alacağı faiz kararlarının piyasaların seyrinde en belirleyici faktör olarak görüldüğünü ortaya koydu. Anket katılımcılarının iki seçeneğe işaretleme hakkı bulunan bu soruda, FED kararlarını ana belirleyici olarak belirtenlerin oranı %84 oldu.

Yatırım araçları tercihleri

| Dağılım Oranı % | Çok Düşük | Düşük | Orta | Yüksek | Çok Yüksek |
|---------------------|-----------|-------|------|--------|------------|
| Kısa Vadeli HB&Repo | - | 5 | 16 | 58 | 5 |
| Hisse Senedi | - | 32 | 42 | 21 | 5 |
| Altın | 5 | 11 | 42 | 37 | 5 |
| Özel Sektör Tahvili | 5 | 32 | 53 | - | 5 |
| Euro/Dolar | 11 | 16 | 37 | 11 | - |
| Uzun Vadeli Tahvil | 16 | 21 | 32 | 21 | - |
| Eurobond | 5 | 11 | 42 | 32 | - |
| Diğer | 16 | 5 | 21 | - | - |

Fon yöneticilerinin portföy oluşumunda yatırım araçlarına verecekleri dağılım oranını belirttikleri bu sorunun cevaplarında, üçüncü çeyrek için Kısa Vadeli Hazine Bonosu ve Repo'ya “Yüksek” oranda yer verecek katılımcı oranı %58 olarak dikkat çekti. Bu dağılım derecesinde ikinci sırada %37 ile Altın geldi ve %32 ile Eurobond takip etti. Portföy dağılımında “Orta” seviyede ağırlığın en fazla %53 ile Özel Sektör Tahviline verileceği ortaya çıkarken, Hisse Senedi, Altın ve Eurobond %42’şer oranda tercih edildi. Onları %37 ile Euro/Dolar izledi.

Fon Yöneticileri için belirleyici gösterge Enflasyon

| En çok hangi ekonomik gösterge takip edilecek? | % |
|--|----|
| Enflasyon | 95 |
| Büyüme | 16 |
| Cari açık | - |
| Döviz kuru | 58 |
| Bütçe açığı | 26 |
| Petrol fiyatları | -- |
| Diğer | -- |

Fon Yöneticilerinin yatırım kararlarını alırken takip edecekleri en önemli gösterge olarak enflasyon, üçüncü çeyrekte de yerini daha da güçlendirerek koruyor. Anketin bu sorusunda da katılımcılara iki seçenek işaretleme hakkı tanınırken, katılımcıların tamamına yakını enflasyonu işaretledi. Yanısından biraz fazlası da döviz kurunu önemli gösterge olarak belirtti.

Gelişmekte olan piyasalar yine favori

| Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz? | % |
|--|----|
| ABD | 21 |
| Avrupa | 5 |
| Gelişmekte olan piyasalar | 74 |
| Diğer | - |

Anketin üçüncü çeyrekte en iyi hisse senedi piyasası performansının beklendiği bölge sorusunun cevabı, geçen çeyrekte olduğu gibi gelişmekte olan piyasalar olarak değişmedi. Katılımcıların %74'ü yatırım için bu bölgeyi işaret etti.

YATIRIM ARAÇLARI 3. ÇEYREK VE YIL SONU TAHMİNLERİ

Gösterge bono faizi (%)

| | Medyan | En Yüksek | En Düşük |
|----------|--------|-----------|----------|
| 3.Çeyrek | 18,75 | 22 | 16,5 |
| Yılsonu | 17,5 | 22 | 14 |

Haftalık Repo Faizi (%)

| | Medyan | En Yüksek | En Düşük |
|----------|--------|-----------|----------|
| 3.Çeyrek | 22 | 24 | 20 |
| Yılsonu | 20 | 24 | 15 |

BIST 100 endeksi

| | Medyan | En Yüksek | En Düşük |
|----------|---------|-----------|----------|
| 3.Çeyrek | 100,000 | 110,000 | 90,000 |
| Yılsonu | 106,500 | 122,000 | 80,000 |

ABD Doları/TL

| | Medyan | En Yüksek | En Düşük |
|----------|--------|-----------|----------|
| 3.Çeyrek | 5,75 | 6,15 | 4,9 |
| Yılsonu | 5,825 | 6,5 | 4,75 |

Euro/TL

| | Medyan | En Yüksek | En Düşük |
|----------|--------|-----------|----------|
| 3.Çeyrek | 6,575 | 7 | 5,35 |
| Yılsonu | 6,65 | 7,5 | 5,25 |

Döviz Sepeti

| | Medyan | En Yüksek | En Düşük |
|----------|--------|-----------|----------|
| 3.Çeyrek | 6,16 | 6,57 | 5,35 |
| Yılsonu | 6,24 | 7 | 5 |

12 AYLIK ENFLASYON BEKLENTİSİ

| | Medyan | En Yüksek | En Düşük |
|-----------------------|--------|-----------|----------|
| 12 aylık enflasyon(%) | 16 | 20 | 12 |

Altında yukarı yön beklentisi kuvvetli

| Yön | Altın | Brent Petrol |
|--------|-------|--------------|
| YUKARI | %74 | %47 |
| AŞAĞI | %16 | %5 |
| YATAY | %11 | %47 |

Üçüncü çeyrek dönem anketine katılan fon yöneticilerinin çoğunluğu "Altın"da yukarı yön beklentisinde olduklarını belirtti. İlk iki çeyrekte olduğu gibi yükseliş beklentisinin baskın olduğu görüldü.

Petrolde ise katılımcıların yukarı ve yatay yön beklentisinde %47 ile eşit oranda dağılımları gözlemlendi.

Hisse senedi fonları tekrar revaçta

| Fon Türü | % |
|--------------------------|----|
| Borçlanma Araçları | 42 |
| Hisse Senedi | 68 |
| Kıymetli Madenler | 37 |
| Fon Sepeti | 5 |
| Para Piyasası | 32 |
| Katılım | -- |
| Değişken | 26 |
| Serbest | 21 |
| Eurobond | 21 |
| Yabancı Menkul Kıymetler | 21 |
| Diğer | 5 |

Son üç çeyrektir ilginin azaldığı gözlenen Hisse Senedi fonları, yılın üçüncü çeyreği ile birlikte tahtına geri dönmüş görünüyor. Fon yöneticilerinin yatırım fonu türü tavsiyelerinde üçüncü çeyrek için Hisse Senedi Fonları belirgin

olarak öne çıkan fon türü oldu. Borçlanma Araçları ve Kıymetli Madenler ile Para Piyasası Fonları bu türü takip etti. Değişken Fonlar ikinci çeyrekte geçen yılın ilk çeyreğinden beri en yüksek tercih oranına ulaşarak dikkat çekmişti ancak üçüncü çeyrek beklentilerinde ilginin kayda değer oranda azaldığı gözlemlendi.

Borsada üçüncü çeyrekte bankacılık hisseleri tercih edilecek

Bankacılık hisseleri borsada üçüncü çeyrek dönem için yine favori sektörlerin başında geldi. Havayolu, perakende ve telekom hisseleri ikinci sırada takip etti. Diğerleri enerji ve sanayi olarak belirtildi.

TKYD'den “Yatırımlarda Kurumsal Yönetim” için önemli adım

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) kurumsal yönetimin yatırımcılar nezdinde önemini vurgulamak ve şirketlerdeki uluslararası kabul görmüş iyi uygulamaların artması için Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ile işbirliği yaptı.



Kurumsal yönetim anlayışının tanınması, gelişmesi ve en iyi uygulamalarıyla hayata geçirilmesi hedefiyle faaliyet gösteren Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ile kurumsal yatırımcıların gelişmesi ve yaygınlaşması için çalışan Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği kurumsal yönetimin yatırımcılar nezdinde önemini vurgulamak için iş birliği yaptı.

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yönetim Kurulu Başkanı Feyyaz Ünal ve Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Yönetim Kurulu Başkanı Selim Yazıcı, şirketlerdeki uluslararası kabul görmüş iyi uygulamaların artmasının desteklenmesine ilişkin olarak “Yatırımlarda Kurumsal Yönetimin Desteklenmesi Protokolü”nü imzaladı. İmza töreninin ardından Borsa İstanbul'da gong töreni gerçekleştirildi.

Protokol kapsamında kurumsal yatırımcılara, yatırım kararlarında ortaklıklardaki pay sahipliği haklarının kullanılması, bilgilendirme politikasına sahip olunması, risk yönetimine önem verilmesi, sosyal ve çevresel etkinin gözetilmesi ile menfaat çatışmalarının giderilmesi gibi konuları da dikkate almaları önerilecek. Ayrıca kurumsal yatırımcıların genel yatırım stratejilerinin uzun dönemdeki yükümlülükleriyle



uygunluğu ve bu yatırımlarının orta ve uzun dönem performansa katkısı konularında açıklama yapmaları teşvik edilecek.

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yönetim Kurulu Başkanı Feyyaz Ünal, imza törenindeki konuşmasında, protokol ile kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarında, finansal performans kadar kurumsal yönetim etrafındaki diğer tüm konuları da değerlendirmeye almasını teşvik etmek üzere çok önemli bir adım attıklarını belirterek, “Önümüzdeki dönemde yapacağımız



farklı çalışmalarla da yatırımlarda kurumsal yönetim ilkelerinin özendirilmesi ile iyi uygulamaların yaygınlaştırılmasını desteklemeye devam edeceğiz,” dedi.

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği Yönetim Kurulu Başkanı Selim Yazıcı da, “Biz kurumsal yatırımcılar için kendilerine emanet edilen zor kazanılmış kaynakları en doğru ve en sürdürülebilir yatırımlara yönlendirmek sadece sorumluluk ilkesi gereği değil, aynı zamanda tasarruf açığı olan ülkemize dışarıdan uzun



vadeli sermaye çekmenin de ön şartlarından biri olmuştur. Dernek olarak geçtiğimiz nisan ayında Borsa İstanbul ve Birleşmiş Milletler destekli PRI (Principles for Responsible Investment) ile birlikte düzenlediğimiz Türkiye'nin ilk ESG (Çevresel, Sosyal, Yönetimsel İlkeler) Çalıştayı'ndan sonra Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ile imzaladığımız bu protokolün sürdürülebilirlik ve şeffaflık konularında Türkiye'nin tüm şirketlerine ve kurumsal yatırımcılarına öncü bir rehber olacağına inanıyoruz,” diye konuştu.

TKYD, EFAMA Genel Kurulu'na katıldı



TKYD Başkanı M. Selim Yazıcı Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği'nin (EFAMA) 21 Haziran'da Paris'te gerçekleştirilen Yıllık Genel Kurul toplantısına katıldı.

Fransız TKYD'si Association Française de la Gestion Financière (AFG) evsahipliğinde yapılan Genel Kurul'da Amundi Genel Müdür Yardımcısı Nicolas Calcoen iki yıllığına EFAMA'nın yeni başkanı olarak seçildi.

TSPB'nin Yeni Dönem Hedefleri

Birlik yönetimi olarak önümüzdeki dönemde en önemli konulardan birini, sermaye piyasalarında güveni sağlamak olarak belirledik. Sektörümüzü geliştirmek için sermaye piyasalarına olan güvenin geliştirilmesi kritik önem taşıyor.

Finansal hizmetler sektörünün en geniş katımlı üye yapısıyla Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği yol haritasındaki hedeflerin en başında, sermaye piyasası ekosistemimizin AB ile uyumlu mevzuatı, teknik alt yapısı, güvenilir takas ve saklama sistemi, şeffaflığı ile yerli ve yabancı tüm yatırımcılara güvenilir ve uluslararası ölçütlerde bir alt yapı sunmak geliyor. İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İFM) projesinin rekabetçi ve cazip bir ekosistem yaratılmasına vereceği destek ile sermaye piyasamızın derinleşeceğine ve ekonomiye sunduğu katkının artacağına inanıyoruz.

Birlik yönetimi olarak önümüzdeki dönemde en önemli konulardan birini, sermaye piyasalarında güveni sağlamak olarak belirledik. Sektörümüzü geliştirmek için sermaye piyasalarına olan güvenin geliştirilmesi kritik önem taşıyor. Güven eksikliğinin nedeninin bilgi ve bilinç eksikliğinden kaynaklandığını söyleyebiliriz. Ülkemizde finansal okuryazarlığın düşük olmasının etkisiyle az sayıda bireysel yatırımcı sermaye piyasasına yatırım yapmakta, tasarruf sahipleri

arasında sermaye piyasasına karşı önyargı bulunmaktadır. Bireysel yatırımcılar sermaye piyasası ürün ve kurumlarını karmaşık görmektedir. Bunun sonucunda, yapılan anketlerde ortaya çıktığı üzere yatırımcılar mevduat, gayrimenkul, döviz, altın gibi ürünlere yönelerek sermaye piyasasından kaçınmakta ya da yatırım profillerine uygun olmayan sermaye piyasası araçlarına yönelme sonucunda uğradıkları zararlar nedeniyle sermaye piyasasından kaçmaktadır. Birikim sahiplerinin uzun vadeli düşünmesini sağlayacak algı yönetimine ağırlık verilmesi ve bu yönde politikalar geliştirilmesi önem arz etmektedir.

Bu noktadan hareketle, üyelerimiz ve paydaşlarımız ile birlikte üzerinde en çok çalışacağımız konulardan biri sermaye piyasalarında "algı"yı değiştirmek olacak. Bununla ilgili paydaşlarımızla birlikte profesyonellerden oluşan bir komite kurduk ve hızla çalışmalara başladık. Yatırımcıların sahip olduğu yanlış algıları orta vadede dönüştürmeye yönelik halkla ilişkiler faaliyetleri, eğitim ve algı yönetimi çalışmaları yapacağımız bir dönem olacak.

Bununla beraber, 2019 yılında ser-

maye piyasasına yönelik farkındalığı arttırmak ve hem yurtiçinde hem de yurtdışında Türkiye sermaye piyasalarını tanıtmak için Birlik olarak farklı kitlelere yönelik çeşitli projelerimiz bulunuyor.

Bunlardan ilki Bireysel Emeklilik Sistemi. BES Fonları ülkemizin geleceği. Bugün gelişmiş tüm ülkelerde Bireysel Emeklilik Fonları ülke büyümesine, yatırımcıların vadelerinin uzamasına büyük katkı sağlamış. Bizde de mevcut haliyle bazı verimsizlikler içeren sistemin doğru bir kurguya kavuşması ve başarıya ulaşması için çaba göstermeliyiz. İdeal bir emeklilik sisteminde olduğu gibi, BES katılımcılarının aktif çalışma hayatlarında yapacakları birikimlerle, çalışma hayatlarını tamamladıkları dönemde refahlarını asgari bir kayıpla sürdüreceği bir gelir akışı sağlanması hedeflenmelidir.

Yapılacak bu birikimlerle bizim gibi gelişmekte olan ekonomilerin ihtiyaç duyduğu finansman olanakları ülke içinden sağlanacağı için finansal sistemimiz gelişecek ve yeni finansal araçlarla daha gelişmiş bir finansal sistem yaratılarak, dış dünyadaki olumsuz gelişmelerden daha az etkilenen bir yapı içinde finans-



Dr. Alp Keler, CFA
Başkan
Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB)

man ihtiyacı olanlara, girişimcilere düşük maliyetli finansman imkanı sağlanacaktır.

Bunun dışında finansal sistemin ihtiyaç duyduğu yeni ürünlerin çıkarılması için mevzuat ve teknik altyapının oluşturulması büyük önem taşımaktadır. Yatırımcıların arzu ettikleri getirileri elde etmeleri için ortaklık kültürünü ön plana alacak, halka arzı yaygınlaştıracak, start-up'ları fonlayacak yapıların kurulması, melek yatırımcılığın geliştirilmesi ve girişim sermayesinin önündeki engellerin kaldırılması önem taşıyor.

Pay senedi ve sabit getirili kamu araçlarına ek olarak, Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler, Özel Sektör Tahvilleri gibi varlık türleri ve bunlara dayalı fonların ihraç edilmesi yatırımcıların her türlü beklentisine uygun yatırım araçlarını bulmalarını kolaylaştıracaktır.

Sermaye piyasalarımızda dijitalleşmenin hız kazanacağı önümüzdeki dönemde, sektörün bilinirliğini üst düzeye çıkarmak amacıyla, farkındalık kampanyaları ile her zaman desteklediğimiz sosyal sorumluluk

projelerimiz yoğunluk kazanacak.

Bu projelerimizden ilki "Serathon-in Sermaye Piyasası Yazılım Maratonu" isimli hackathon yarışması olacak. Projemizle gençlerin, fintek şirketlerinin ve yatırımlarının sermaye piyasası kurum ve ürünleri hakkında da farkındalıklarını artırmak ve bu alanlara yönelmelerini sağlamayı hedefliyoruz. Borsa İstanbul grubunun iş birliği ve 15 kurumun desteği ile Ekim ayı içinde projemizi gerçekleştirmeyi planlıyoruz.

İstanbul Kalkınma Ajansı'nın Yenilikçi ve Yaratıcı İstanbul Mali Destek Programı kapsamında onaylanarak hibe alınan ve Habitat Derneği tarafından yürütülen İstanbul Blockchain Okulu Projesi'nin de ortakları arasında yer alıyoruz. Bu proje ile Türkiye'de Blockchain teknolojileri alanında farkındalık yaratmak, Türkçe bilgi kaynağı ve eğitim modülleri geliştirmek, gençlerin yetkililiğini artırmak ve ortaya çıkabilecek yenilikçi fikirleri desteklemek amaçlanıyor.

Sermaye piyasası araçlarına yönelik farkındalığı artırmak için Eylül ayından itibaren "Bireyler için Sermaye Piyasasına Erişim, Varlık Yönetimi ve Fonlar" etkinliklerine başlayacağız. Ayrıca, Sürdürülebilir Eğitim Gelişim ve Mükemmellik Derneği (SEGM) ile Sürdürülebilirlik Çalıştayları gerçekleştireceğiz. Çalıştaylar, insan ve organizasyon boyutlarını etkileyen ve bu boyutlardan etkilenen unsurlarla ilgili durum tespitinin yapılması, süreçlerin iyileştirilmesi ve mükemmel sonuçlara ulaşılmasına konusunda izlenecek yol haritalarının ortak akılla ortaya çıkmasına olanak sağlayacak.

Bu yeni projelerimiz dışında, finansal okuryazarlık çalışmaları kapsamında 2011 yılından bugüne

kadar düzenlediğimiz 186 üniversite etkinliğinde yaklaşık 62.300 öğrenciye ulaştık. V. Sermaye Piyasaları Ödül Töreni, II. Antalya Ortak Akıl Toplantısı, VI. Kısa Film Yarışması, Sanayi ve Ticaret Odalarına Yönelik B2B Organizasyonu gibi projelerimizi de gerçekleştirmeye devam edeceğiz.

Ayrıca yürüttüğümüz çalışmaların en kapsamlısı bildiğiniz üzere bu sene dördüncüsünü düzenleyeceğimiz "Türkiye Sermaye Piyasaları Kongresi". Kongremizin temasını bu sene "Dönüşüm" olarak belirledik. Temamızı "İnsanın Dönüşümü", "Şirketlerin ve Sektörlerin Dönüşümü" ve "Finans ve Ekonomi Mimarisinin Dönüşümü" olmak üzere üç farklı alt gruba bölerek, içerik komitelerimizi oluşturduk ve çalışmalara başladık. Sermaye piyasalarına olan güveni sağlama ve algıyı değiştirme yönündeki çalışmalarımıza, geçen sene 8 binin üzerinde katılımcıyı ağırladığımız Kongremizin içeriklerinde de yer vereceğiz. 2019 yılında da sermaye piyasası ekosistemini içine alan, sermaye piyasası farkındalığını artıran ve geniş katılımlı bir etkinlik olmasını hedefliyoruz.

2019 yılında uluslararası alanda etkinliğimiz ile iş birliklerimizi arttırmak için Türkiye sermaye piyasasını ve kurumlarını tanıtımına olanak sağlayacak olan Asya Menkul Kıymetler Forumu Genel Kurulu'na Türkiye olarak ev sahipliği yapacağız.

Ülkemizin, dijital dönüşümün öncü ülkelerinden biri haline gelmesi ve uluslararası bir finans merkezi olması için tüm paydaşlarla çalışmalarımıza devam edeceğiz. Gelecek dönemde paydaşlarımızın da desteğiyle daha güçlü sermaye piyasaları ekosistemi yaratacağımızı umuyoruz.



İslami Fon Yönetimi¹

Dünyada konvansiyonel finans anlayışının baskın olduğu gerçeği altında alternatif değerlere sahip bir yaklaşımın ne kadar kabul görebileceği, hep güncelliğini koruyan bir soru olarak varlığını sürdürmektedir. Bununla birlikte, İslam dininin ibadetsel ve ahlaki prensipler yanında iktisadi yönleri de içerecek şekilde toplumsal düzenle ilgili kurallar getiriyor olması, finansal işlemler açısından da bir düzenleme alanı yaratmaktadır.



Erkan Özgüç
Kurumsal Yatırımcılar Dairesi
Başkan Yardımcısı,
Sermaye Piyasası Kurulu

Genel olarak İslami finans İslami finans finansal piyasa işlemlerinin, hizmetlerinin ve operasyonlarının İslami kural ve prensiplere uygun olarak yapılması ilkesine dayalı işleyen alternatif piyasa yaklaşımı olarak tanımlanabilecektir. Bu tanım oldukça geniş bir tanım olmakla birlikte finansal piyasaların üç temel bacağı olan bankacılık, sermaye piyasaları ve sigortacılık alanlarını içerecek şekilde genel kabul görebilecek bir tanım niteliğindedir. Dünyada konvansiyonel finans anlayışının baskın olduğu gerçeği altında alternatif değerlere sahip bir yaklaşımın ne kadar kabul görebileceği hep güncelliğini koruyan bir soru olarak varlığını sürdürmektedir. Bununla birlikte, İslam dininin ibadetsel ve ahlaki prensipler yanında iktisadi yönleri de içerecek şekilde toplumsal düzenle ilgili kurallar getiriyor olması, finansal işlemler açısından da bir düzenleme alanı yaratmaktadır. Bunun yanında, Müslüman nüfus, dünya nüfusunun yaklaşık dörtte birini oluşturması

nedeniyle dikkate alınmayı gerektirir büyüklükte bir kitledir. Bütün bunlar, önce bankacılık alanında konvansiyonel bankacılığa alternatif bir bankacılık olan İslami bankacılığın 1963 yılında Mısır'da (Mit Ghamr adlı mevduat bankası) ortaya çıkmasını sağlamıştır. Takiben birçok ülkede benzer anlayışla yönetilen bankalar kurulmuştur. 1990'lı yıllarda ise fon piyasasında İslami fonların (İslami esaslara uygun hisse fonları, endeks fonlar, murabaha fonları, kira fonları, emtia fonları, fon sepeti fonları, gayrimenkul fonları ve girişim sermayesi fonları) ortaya çıktığı görülmüştür. 2000'li yıllarda ise "İslami tahvil" olarak dillendirilen İslami esaslara uygun yatırım sertifikası olan "sukuk" ihraçları ortaya çıkmış ve bunun bir uzantısı olarak, sabit getirili yatırım fonlarına olan talebi büyük ölçüde karşılayan "sukuk"un da dahil edildiği getiri amaçlı fonlar önemli miktarda artmıştır. Ayrıca, 2000'li yıllar İslami esaslara uygun borsa yatırım fonları ile endeks fonların da ortaya çıktığı dönemdir.

Vakıftan fona geçiş

TKYD - Kurumsal Yatırımcı dergisinin bir önceki sayısında SAHA Derecelendirme Yönetim Kurulu Başkanı sayın Ali Perşembe'nin fon tarihini konu alan oldukça keyifli bir yazısı yayınlandı. Aslında fon tarihinin modern fon yapısının oluşmasına etki eden önceki yapıları da dikkate alarak, biraz daha geçmişe götürülmesi mümkündür. Fon yapısının ilk ortaya çıkışının esasen vakıf yapısı ile gerçekleştiği kabul edilmektedir. Vakıf İslam coğrafyasında dinsel, hayırseverlik ve eğitim amaçlı kullanıma adanmış malvarlığı bütünü olarak ortaya çıkmıştır. Bu yapı hacli seferleri ile onüçüncü yüzyılda batı coğrafyasına taşınmış ve

oradaki ilk uygulamalar da kaynağına sadık kalınarak, anılan amaçlarla sınırlı olarak şekillenmiştir. Daha sonra, 1774 yılında Hollandalı bir tüccar olan Abraham van Ketwich bu yapıyı finansal çıkar amaçlı bir yapıya dönüştürerek dünyadaki ilk kapalı uçlu fonu (Eendragt Maakt Magt-Birlikten Güç Doğar) ortaya çıkarmıştır. Kapalı uçlu fon yapısında satılan fon pay sayısı sabit tutulmakta ve ilave talepler karşılanmamaktadır. Yatırım, sabit miktardaki fon payları karşılığı toplanan nakit kullanılarak gerçekleşmekte ve hedeflenen fon süresi sonunda tasfiye suretiyle fon sonlandırılmaktadır. Takiben benzeri kapalı uçlu fonlar birçok yerde kurulmuştur. İlk açık uçlu fon yapısı ise 1924 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde Massachusetts Investors Trust adıyla kurulmuştur. Bu fon yapısında yatırımcıların fon payı satın alma talepleri ve fon payı iade talepleri devamlı olarak karşılanmaktadır. Böylelikle, günümüzdeki açık uçlu fon yapısı ortaya çıkmış olup, bugün yatırım fonlarının çoğunluğu bu esasa göre kurulmaktadır. 1963 yılında Malezya'da kurulan Lembaga Tabung Haji adındaki bir kuruluş ise, hac ibadetini gerçekleştirmek isteyen Malezyalı Müslümanların birikimlerini İslami esaslara uygun alanlarda yatırımlarda değerlendirerek bir fon yönetimi faaliyeti göstermiş ve elde edilen kazançlar hac ibadetinin finansmanında kullanılmıştır. Bu yapı dünyada modern anlamda ilk İslami fon olarak kabul edilmekte ve günümüzde halen faaliyetini sürdürmektedir. 2006 yılında ise dünyadaki ilk İslami esaslara uygun borsa yatırım fonu olan Bizim Menkul Değerler A.Ş. DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu ülkemizde kurulmuştur. 10 yıl boyunca faaliyetini sürdüren bu fon daha sonra tasfiye olmuştur.

Ülkemizin İslami finans ile olan tanışıklığı

Ülkemizde İslami finans uygulamalarının 1980'li yılların başında özel finans kurumlarının kurulması ile başladığı genel kanı olarak kabul edilmekle birlikte, aslında ülkemizin İslami finans uygulamaları ile tanışıklığının Osmanlı dönemindeki "nakit vakfı" uygulamalarına kadar gittiği bilinmektedir. Nakit vakıfları ihdas edilen nakit sermayenin hayırseverlik faaliyetleri için kullanıldığı bir vakıf türüdür. Bu vakıfların hayırseverlik faaliyetlerinin finansmanında kullanılacak olan nakit sermayenin artırılması için bankalar gibi bazı finansman faaliyetlerinde de buldukları görülmektedir. Bu finansman faaliyetlerinin en çok bilineni ise istiglal uygulamasıdır. İstiglalde finansman ihtiyacı bulunan kişi sahip olduğu evini vakfa satmakta ve daha sonra kendi kullanımı için geri kiralamaktadır. Kiralama dönemi boyunca vakfa kira ödemeleri yapmakta ve kiralama dönemi sonunda evin bedelini vakfa ödeyerek evini geri satın almaktadır. Bu uygulamanın günümüzdeki konut teminatlı finansman modeline ve icara sukuk (sahipliğe dayalı kira sertifikası) örneğine benzerliği oldukça dikkat çekicidir. Dolayısıyla, nakit vakıflarını İslami bankacılığın ilk örnekleri arasında saymak mümkündür. Vakıf uygulaması yanında, Osmanlı döneminde uzun yıllar uygulanan iltizam, malikane ve esham sistemleri de aslında İslami finans ve seküritizasyon alanındaki ilk örnekler arasına dahil edilebilecektir. "İltizam sistemi"nde devlet vergi toplanacak alanları ihale usulüyle birkaç yıllığına mültezimlere (iltizam sahibi) vermekte, mültezimler ödemeyi taahhüt ettikleri vergi tutarının bir kısmını peşin ödemekte, geriye kalan bölümünü ise taksitli olarak

ödemeyi taahhüt etmektedir. İltizam sisteminde devlet verdiği bu hakkı her an geri alabildiğinden mültezimler vergi taahhütlerini en kısa sürede yerine getirerek, kalan süre içerisinde toplayacakları vergileri kazanç olarak edinebilmek için zaman içerisinde ağır vergi uygulamaları içerisine girmişlerdir. Bu olumsuzluk nedeniyle 1695 yılında "malikane sistemi"ne geçilmiştir. Bu sistemde vergi toplama hakkı ihale sonucunda bu hakkı satın alan malikaneciye bir yaşam boyu tanınmıştır. Malikaneci ödemeyi taahhüt ettiği verginin çoğunluğunu peşin olarak ödemekte ve her sene belirli tutarda dönemsel ödeme yapmaktadır.

İltizam sistemi yerini 1775 yılında daha modern bir uygulama olan "esham sistemi"ne bırakmıştır. Esham sisteminde devlet vergi toplama hakkını devretmek yerine toplayacağı vergileri paylara ayırmış ve bu payları satmıştır. Bu payları satın alanlar yaşamları boyunca vergi gelirlerinin paylarına düşen kısmını getiri olarak elde etmişlerdir. Bu uygulamanın 1980'li yıllarda ihraç edilmeye başlanan ve yatırımcılarının devletin köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu ve demiryolu gelirlerine ortak edildiği gelir ortaklığı senedine ve gelir getiren bir hakka dayalı menfaah sukuk uygulamasına benzerliği dikkat çekmektedir.

Bütün bu örnekler İslami finans kapsamında kabul edilebilecek muhtelif uygulamalara aslında tarihimizin çok değişik dönemlerinde rastlanabileceğini ve İslami finans ile olan tanışıklığımızın zannedilenden çok daha eskiye dayandığını göstermektedir.

Ülkemizdeki sermaye piyasası düzenlemeleri

İslami finans uygulamalarının özellikle 2000'li yılların başında popülerleşmesi ile sermaye piyasası

mevzuatında da bu hususta düzenleyici adımlar atılmıştır. Bunun en çok öne çıkması sukuk ihraçlarını mümkün kılmak için 2010 yılında ilk düzenlemesi yapıp 2013 yılında güncelleştirilen III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği ile 2013 yılında düzenlenip 2014 yılında yürürlüğe giren III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'dir (Fon Tebliği). Kira Sertifikaları Tebliği'nde sukuk "kira sertifikası" adı altında sermaye piyasası mevzuatına dahil edilmiş olup, uluslararası uygulamalar da göz önünde bulundurularak icara sukuk (sahipliğe dayalı kira sertifikası), murabaha sukuk (alım satıma dayalı kira sertifikası), mudaraba/müşaraka sukuk (ortaklığa dayalı kira sertifikası), wakala sukuk (yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası) ve istisna sukuk'un (eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası) düzenlemesi yapılmış, ayrıca İslami finans alanındaki yenilikler göz önünde bulundurularak, başka sukuk türlerinin de talep edilmesi halinde ihracının mümkün bulunduğu hususu düzenlenmiştir.

Diğer taraftan, katılım fonu ayrı bir fon türü olarak yatırım fonu ve emeklilik yatırım fonu mevzuatına kazandırılmıştır. İlgili düzenlemeler çerçevesinde;

• Katılım fonu portföyünün tamamını devamlı olarak, kira sertifikaları, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ile Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fondur.

• Bir katılım fonu yukarıda belirtilen varlıklara yatırım yapmakla birlikte, fonun yatırım yaptığı varlıklar içerisindeki bir varlığın fon toplam değeri içerisindeki ağırlığının devamlı olarak en az %80 olması halinde söz konusu katılım

fonu ilgili varlığın adı ile birlikte belirtilmektedir. Örneğin, katılım fonu yatırım stratejisine göre devamlı olarak en az %80 oranında kira sertifikası (sukuk) yatırımı yapacaksa bu fon kira sertifikası (sukuk) katılım fonu olarak adlandırılmaktadır.

► Fon Rehberi'ne 2017 yılında yapılan ilave ile ise katılım fonu türü altında olmak üzere "para piyasası katılım fonu" (vadesine en fazla 184 gün kalmış para ve sermaye piyasası araçlarının portföye dahil edilebildiği ve ortalama vadesi 45 günü aşmayan fon) ve "kısa vadeli kira sertifikaları katılım fonu" (fon toplam değerinin en az %80'inin devamlı olarak kira sertifikası yatırımlarından oluştuğu ve aylık ağırlıklı ortalama vadesi 25-90 gün arasında olan fon) düzenlenmiştir. Bu fon türleri konvansiyonel alandaki para piyasası fonu (eskiden likit fon olarak adlandırılmaktaydı) ile kısa vadeli borçlanma araçları fonunun benzerleri olarak düzenlenmiştir. Bu yeni katılım fonu türleri ile İslami sermaye piyasası alanındaki likit yatırım fonu ihtiyacının karşılanması amaçlanmış ve kısa sürede kısa vadeli kira sertifikaları fonu ihraçları gerçekleşmiştir.

► Katılım fonu konusundaki detaylı düzenlemelere ise Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'de yer verilmektedir.

► Emeklilik yatırım fonu alanında katılım fonlarına ilişkin düzenlemeler ise Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik'e dayanılarak 03.03.2016 tarihinde yürürlüğe konulan "Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber"de detaylı olarak yer almakta olup, anılan rehberde katılım yatırım fonu ile benzer düzenlemelere yer verilmektedir.

Katılım yatırım fonu portföyüne katılma hesabı, kira sertifikası, ortaklık payları, altın/kıymetli madenler ve faizsiz olduğu kabul edilebilecek

diğer araçların bir arada dahil edilebileceğinin belirtilmesi nedeniyle, katılım fonu belirli bir varlığa yatırım yapma stratejisine sahip diğer fon türlerinden ayrılmaktadır. Zira diğer fon türleri olan örneğin hisse senedi yatırım fonunda (büyüme amaçlı strateji kapsamında) devamlı olarak en az %80 oranında ortaklık payı yatırımının yapılması, borçlanma araçları fonunda (getiri amaçlı strateji kapsamında) devamlı olarak en az %80 oranında borçlanma araçları yatırımı yapılması, kıymetli madenler fonunda (büyüme amaçlı strateji kapsamında) devamlı olarak en az %80 oranında kıymetli maden yatırımı yapılması gerekmektedir. Katılım fonu ise mevzuatta bir fon türü olarak belirlenmekle birlikte gelir amaçlı ya da büyüme amaçlı bir kategoriye otomatik olarak dahil olmamakta, değişken fon niteliğine sahip bulunmaktadır. Bu özelliği ile katılım yatırım fonu dünyadaki İslami fonlardan da ayrılmaktadır. Zira İslami fonlar türüne göre temel stratejisi belirli fonlar olup, doğrudan değişken fon türünde yapılandırılmamıştır. Katılım yatırım fonundaki bu ayrılan özelliğin esasen düzenlemenin yapıldığı dönem itibarıyla fon endüstrisinin bu alanda tecrübesinin kısıtlı olması ve uygun araç olarak kabul edilebilecek varlıkların çeşitliliğinin ve büyüklüğünün sınırlı miktarda olması, bu nedenle bu yöndeki fonların kuruluşlarının kolaylaştırılması ile açıklanabileceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, sektörde mevcut durumda katılım fonlarının genel/değişken strateji ile kurulan "katılım fonu" yerine belirli bir stratejinin uygulandığı "kira sertifikası katılım fonu", "katılım hisse senedi fonu", "altın katılım fonu" ya da "katılım serbest fon" şeklinde kurulduğu, "katılım fonu" olarak genel/değişken strateji ile kurulan

katılım fonlarının büyüklüğünün bu türdeki tüm fon büyüklüğü içerisindeki oranının %2-3 civarında kaldığı görülmektedir. Bu durum, sektörün uygulamada İslami fon pratiğine yakın bir uygulamayı benimsediğini de göstermektedir.

Diğer bir husus, mevzuatta katılım yatırım fonu portföyüne katılma hesabı, kira sertifikası, ortaklık payları, altın/kıymetli madenler ve faizsiz olduğu kabul edilebilecek diğer araçların dahil edilebileceği belirtilmekle birlikte, anılan araçların uygunluğunun nasıl değerlendirileceğine ilişkin bir hükme yer verilmemesidir. Aslında bu durum ülkemizde İslami sermaye piyasası regülasyonunda "piyasa disiplini" yaklaşımının benimsenmiş olmasının bir uzantısıdır.

Dünyada İslami finans alanındaki düzenleme yaklaşımlarının üç başlık altında toplanması mümkündür. Bunlar: (i) Merkezi Organizasyon Yönetim Yaklaşımı, (ii) Merkezi Olmayan Yönetim Yaklaşımı ve (iii) Özel Bir Organizasyon Düzenlemesi Öngörmeyen Yönetim Yaklaşımı'dır. Merkezi Organizasyon Yönetim Yaklaşımı Malezya, Endonezya ve Pakistan'da uygulanan ve İslami finans düzenlemesinin merkezi kuruluşu ile kurgulandığı bir yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bankacılık ve sermaye piyasası regülatörleri bünyesinde oluşturulan merkezi danışma kurulları yanında her bir İslami finans kuruluşu bünyesinde de danışma kurullarının oluşturulması zorunluluğu bulunmaktadır. Merkezi kurullar finansal enstrüman ve esas alınacak standartlar alanında genel düzenlemeleri yapmakta, ihraççı gerçekleştirilecek araçların İslami uygunluğunu incelemekte, finansal kurumlarda çalışacak danışmanların nitelikleri ile sertifikalandırılması süreci ve prosedürlerini belirlemekte

ve yönetmektedir. Her bir finansal kuruluş bünyesinde oluşturulması zorunlu tutulan danışma kurulları ise ilgili finansal kuruluşların faaliyetlerinin İslami esaslara uygunluğunun günlük gözetiminin yapılması, bu hususta ihtiyaç duyulması halinde görüş verilmesi, ihracı gerçekleştirecek araç bazında İslami uygunluk kontrolü yapılması ve yıllık faaliyet raporunda yer verilmek üzere genel olarak kurum faaliyetlerinin İslami esaslara uygunluğuna ilişkin rapor düzenlenmesi fonksiyonlarını üstlenmektedir.

İkinci yaklaşım olan Merkezi Olmayan Organizasyon Düzenlemesi Yaklaşımı'nın ise daha çok Körfez ülkelerinde uygulandığı, bu modelde merkezi bir danışma kurulunun bulunmadığı ancak her bir İslami finans kuruluşu bünyesinde danışma kurulu oluşturulmasının zorunlu tutulduğu görülmektedir. Bu modelde danışma kurulları ilk modelde belirtilen görevleri yerine getirmektedir. Üçüncü model olan Özel Bir Organizasyon Düzenlemesi Öngörmeyen Yönetim Yaklaşımı'nda ise ne merkezi bir danışma kurulu vardır ne de İslami finans kuruluşları bünyesinde danışma kurulu oluşturulması zorunluluğu bulunmaktadır. Bu yönetim anlayışının İngiltere ve ülkemizde uygulandığı görülmektedir. Aslında ülkemizde İslami finans yönetim modeli olarak merkezi danışma kurulu oluşturulması ve İslami finans kuruluşu bazında danışma kurullarının bulunması şeklinde bir modelin benimsenmesine yönelik 2017 yılında bazı yasa tasarısı düzenleme çalışmaları yapılmış olsa da bu hususta şu ana kadar nihayetlenmiş kanun seviyesinde bir düzenlemenin bulunmadığı görülmektedir. Bu kapsamda, ülkemizde mevcut durumdaki

finansal eko sistem içerisinde Fon Tebliği'nin İslami fon düzenlemesini bir genel çerçeve şeklinde belirleyip içeriğinin piyasa disiplini kaygısı ile hareket edecek piyasa aktörlerince doldurulması şeklindeki yaklaşımın genel çerçeveye bu aşamada uygun düştüğü görülmektedir.

Katılım fonunun İslami fon yönetimi karşısındaki durumu

Dünyada İslami fon yönetiminin beş açıdan konvansiyonel fon yönetiminden ayrıştığı görülmektedir. Bunlar: (i) portföy yöneticisi ve fon yatırımcıları arasındaki sözleşmesel ilişkinin mudaraba ya da vekaletle dayanması ve buna dayalı ücretlendirmenin, sırasıyla, kar paylaşımı ya da sabit ödeme şeklinde belirlenmesi, (ii) İslami danışma kurullarından hizmet alınması, (iii) İslami uygunluğun sağlanması için belirli metodolojiler kapsamında gözetim faaliyetinin yapılması, (iv) uygun olmayan gelirlerin fon dışına çıkartılması ve (v) zekat ödenmesidir. Bu beş özellik karşısında ülkemizdeki katılım fonu uygulamasına baktığımızda şu sonuçlara ulaşmaktayız. (i) İslami fon uygulamasında portföy yöneticisi ve fon yatırımcıları arasında ya mudarabaya ya da vekaletle (wakala) dayalı bir sözleşmesel ilişki kurulmaktadır. Mudaraba kar paylaşımına dayalı ortaklık anlamına gelmektedir. Mudarabada portföy yöneticisi bilgi, tecrübe ve emeğini ortaya koyan taraftır (mudarib), fon yatırımcıları da sermaye koyan taraftır (rabb al-mal). Portföy yönetiminden elde edilen kazanç önceden belirlenen kar paylaşım oranına göre taraflar arasında paylaşılır. Eğer portföy yönetimi sonucunda zarar oluşursa bu zararı tamamen yatırımcılar üstlenir. Bu durumda, portföy yöneticisi zarara katılmasa da bilgi,

tecrübe ve emeğini sarf etmiş ve karşılığında herhangi bir ücret alamamış olur. Diğer sözleşmesel ilişki olan vekalet (wakala) ilişkisinde ise, portföy yöneticisi fon yatırımcılarının vekili sıfatıyla belirli bir ücret karşılığında fon yönetim hizmeti sunar. Ayrıca, portföy yöneticisi, belirlenmesi halinde yönetim ücreti yanında performans ücreti de alabilmektedir. Vekalet ilişkisine dayalı fon yönetiminde karın paylaşımı ya da zarar durumunda portföy yöneticisinin ücret alamaması gibi bir durum söz konusu değildir. İslami fon yönetim endüstrisinde yaygın olarak uygulanan yöntemin vekalet ilişkisine dayalı yöntem olduğu görülmektedir. Ülkemiz katılım fonu uygulamasında da portföy yönetim şirketi bu hizmeti fon toplam değeri üzerinden belirlenen bir yönetim ücreti karşılığında vermektedir. Bu kapsamda, katılım fonunun yönetiminde İslami fon uygulamasındaki asil-vekil ilişkisine dayalı vekalet sözleşmesi ile benzer bir ilişkiye dayalı bir yapı uygulanmaktadır. (ii) İslami fon yönetiminde danışma kurullarından hizmet alınması zorunludur. Diğer taraftan, ülkemiz katılım fonu düzenlemesinde bir danışma kurulundan hizmet alınması şeklinde açık bir zorunluluk belirtilmemektedir. Bununla birlikte, piyasa disiplini kapsamında katılım fonları yatırım yapacakları varlıkları seçerken ya icazet hizmeti alacakları bir danışma kurulunu belirleyerek hem danışma kurulu üyelerinin listesine hem de icazet metodolojisine izahname ekinde yer vermekte ya da bir danışma kurulu belirlememekle birlikte bir danışma kurulunun icazetinden geçmiş varlıklara yatırım yapacakları hususunu izahnamede yatırım stratejisinin bir parçası olarak belirtmektedirler.

Örneğin, ortaklık payı yatırımlarında Borsa İstanbul A.Ş. tarafından hesaplanan Katılım 30, Katılım 50 ya da Ziraat Portföy Katılım Endeksi (ZPYKAT Endeksi)'ni esas alacağını belirten katılım yatırım fonları bulunmaktadır. Anılan endeksler muhtelif danışma kurullarından icazeti alınmış belirli endeks kuralları çerçevesinde filtreden geçmiş ortaklık paylarını liste olarak belirlemekte ve ilan etmektedir. Söz konusu filtreleme işleminde öncelikle ilgili ortaklığın temel faaliyet konusunun konvansiyonel bankacılık, konvansiyonel sigortacılık, uygun olmayan eğlence sektörü, domuz, tütün ve alkol gibi tüketimi uygun görülmemeyen ürünlerin üretim ve ticareti, silah sanayisi vb. uygunluğu kabul edilmeyen alanlardan oluşmaması gerekmektedir. Söz konusu filtrelemeye "nitelik filtrelemesi" de denilmektedir. Ana faaliyet konusuna göre filtreden geçen ortaklıklar, daha sonra "nicelik filtresi" işlemine tabi tutulmaktadır. Buna göre, bilançolarının aktifinde bulunan faiz getirisi sağlayan varlıkların şirketin piyasa değerine oranının %33'ü (ZPYKAT Endeksi'nde %30), pasifinde bulunan faiz gideri yaratan yükümlülüklerinin şirketin piyasa değerine oranının %33'ü (ZPYKAT Endeksi'nde %30) ve uygunluğu kabul edilmeyen gelirlerin şirketin toplam hasılatının %5'ini aşması halinde, bu ortaklıklar da elimine edilmektedir. Söz konusu nicelik filtrelemesinden geçen ortaklık payları ise piyasa değeri/halka açıklık piyasa değerine göre büyükten küçüğe sıralanarak tercih edilen sayı miktarı kadar belirlenerek ilan edilmektedir. Böylece, katılım fonu düzenlemesinde açık olarak öngörülmemekle birlikte piyasa disiplini kapsamında portföye dahil edilecek varlıkların danışma kurulu onayından geçirilmesi gerekliliği uygulamada bu

şekilde sağlanmış olmaktadır. (iii) İslami fon yönetiminde, İslami esaslara uygunluk gözetiminin yapılması zorunludur. Bu hususta da katılım fonu mevzuatı açık bir gereklikten bahsetmemektedir. Bununla birlikte, yukarıda belirtildiği üzere hizmet alınacak bir danışma kurulu kurulunun uygun göreceği bir metodoloji kapsamında gözetim faaliyeti yürütülecektir. Ya da yine yukarıda belirtildiği üzere kullanılan endeks referans alınmak suretiyle gözetim gerçekleştirilecektir. Örneğin, Katılım 50 Endeksi'nde yer alan bir ortaklık payına yatırım yapıldıktan belirli bir süre sonra söz konusu ortaklık payının endeks listesinden çıkarılması halinde fonun o hisseyi portföyünden çıkartması gerekecektir. Bu kapsamda, katılım fonları tarafından piyasa disiplini dahilinde gözetim faaliyeti yerine getirilmektedir. (iv) İslami fon yönetiminde, uygun olmayan gelirlerin (ki bu gelirler toplam gelirlerin %5'ini aşamaz) fon portföyünden çıkartılması zorunludur. Örneğin fon portföyünde belirli miktarda faiz geliri ortaya çıktıysa bu gelirin fon portföyünden çıkartılması gerekecektir. Bu hususta genel olarak iki yöntemin benimsendiği görülmektedir. Birincisi, söz konusu miktarın doğrudan fon portföyünden çıkartılmasıdır. Uluslararası uygulamalarda fon portföyünden çıkartma işleminin, ilgili tutarın ilişkili olmayan hayır kurumları arasından daha önce belirlenmiş ve icazeti alınmış olanlara aktarımı ile sağlandığı görülmektedir. İkincisi ise ilgili tutarın fon payı sahiplerine temettü olarak aktarılmasıdır. Ülkemiz katılım fonu düzenlemesinde uygun olmayan kazançların fon portföyün-

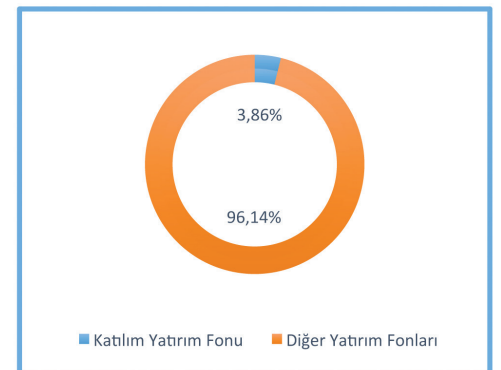
den çıkartılması hususunda açık bir zorunluluğa yer verilmemekle birlikte, uygulamada söz konusu arındırma işleminin temettü dağıtımı ya da zorunlu pay iadesi yapılmak suretiyle gerçekleştirildiği görülmektedir.

(v) İslami fon yönetimindeki diğer bir zorunluluk zekat ödemesine ilişkindir. Uluslararası uygulamalarda bu hususta iki görüşün mevcut olduğu görülmektedir. Birincisi, fonun zekat ödemesi yükümlülüğünün bulunmadığı, bu yükümlülüğün fon payı sahibine ait olduğu görüşüdür. İkinci görüş ise fonun zekat yükümlülüğünün bulunduğu ve fon tarafından söz konusu yükümlülüğün yerine getirilmesi gerektiği şeklindedir. Bununla birlikte, İslami finans alanındaki danışmanlar arasında ağır basan yaklaşım ilk görüştür. Ülkemiz katılım fonu düzenlemesinde bu hususta bir hükme yer verilmemekle birlikte, piyasa uygulamasında anılan ilk görüşün benimsendiği görülmektedir.

Katılım fonu büyüklük verileri

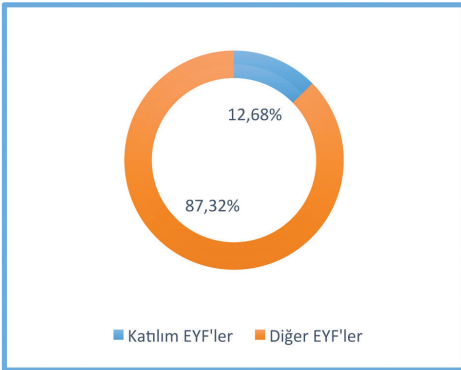
Ülkemizdeki katılım yatırım fonu büyüklüğü 3 milyar TL civarında

Grafik 1: Katılım Yatırım Fonlarının Yatırım Fonları İçindeki Büyüklüğü (%)
(Kaynak: Takasbank)



olup, toplam yatırım fonu büyüklüğünün yaklaşık %4'ünün oluşturmaktadır. Katılım fonları portföyünün yaklaşık %80'i kira sertifikası yatırımlarından (yaklaşık %70'i özel sektör, yaklaşık %10'u kamu kira sertifikaları), yaklaşık %10'u katılma hesaplarından, kalan kısmı ise kıymetli maden ve ortaklık paylarındaki yatırımlardan oluşmaktadır. Katılım fonu içerisindeki alt kırılımdaki baskın türün ise yaklaşık %72 oranıyla Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım Fonu olduğu görülmektedir.

Grafik 2: Katılım Emeklilik Yatırım Fonlarının Emeklilik Yatırım Fonları İçindeki Büyüklüğü (%) - BES ve OKS
(Kaynak: Takasbank)



Emeklilik yatırım fonu alanındaki katılım fonu büyüklüğü ise çok daha fazladır. Gönüllü kısımda 9,2 milyar TL (toplam BES büyüklüğü olan 97,1 milyar TL'nin %9,4'ü); otomatik katılım sisteminde (OKS) ise 3,9 milyar TL (toplam OKS büyüklüğü olan 6,2 milyar TL'nin %63'ü) olmak üzere katılım emeklilik yatırım fonu büyüklüğünün toplam 13,1 milyar TL'ye (tüm emeklilik yatırım fonları toplamının %12,7'si) ulaştığı görülmektedir. Katılım emeklilik yatırım fonları portföyünün yaklaşık %80'i kira sertifikası yatırımlarından (yakla-

şık %50'si kamu sektörü, yaklaşık %30'u özel sektör kira sertifikaları), yaklaşık %12'si ortaklık payı yatırımlarından, kalan kısmı ise katılma hesapları ile kıymetli maden yatırımlarından oluşmaktadır.

Ayrıca, ülkemizde gayrimenkul yatırım fonları ile girişim sermayesi yatırım fonlarının da katılım esasında kurulabildiği görülmektedir. Hatta III-52.3 sayılı Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde 20 Aralık 2018 tarihinde yapılan değişiklik ile gayrimenkul yatırım fonunun yatırımlarının, katılım finans ilkelerine uygun olarak yerine getirileceğinin içtüzük ve ihraç belgesinde belirtilmesi durumunda, fonun unvanında "katılım" ibaresinin kullanılabilmesi hususu da açık olarak düzenlenmiştir. Mevcut durumda 46 adet gayrimenkul yatırım fonu bulunmakta olup, 2019'un ilk çeyreği itibarıyla gayrimenkul yatırım fonları tarafından 3,6 milyar TL'lik katılma payı ihraç edilmiştir. Girişim sermayesi yatırım fonu bacağına ise kurulu 41 adet fon bulunmakta ve 2019'un ilk çeyreği itibarıyla 1,5 milyar TL'lik katılma payı ihraç edilmiş durumdadır. 46 gayrimenkul yatırım fonunun 28'inin; 41 girişim sermayesi yatırım fonunun ise 18'inin katılım esası kurulduğu görülmektedir. Söz ko-

Tablo: Katılım Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Katılım Girişim Sermayesi Yatırım Fonları Sayı ve Büyüklükleri

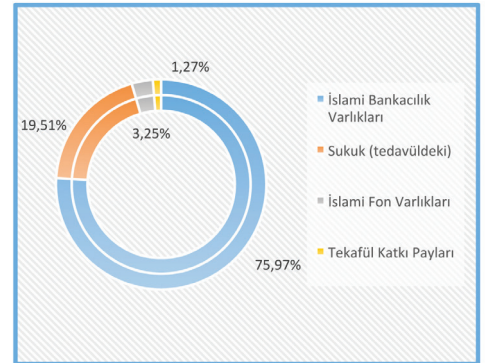
| Fon | Sayı (Katılım/İlgili Grup) | Büyüklüğü | Kendi Grubu İçindeki Büyüklüğü |
|---|----------------------------|----------------|--------------------------------|
| Katılım Gayrimenkul Yatırım Fonları | 28/46 | 2,4 milyar TL | 66% |
| Katılım Girişim Sermayesi Yatırım Fonları | 18/41 | 0,39 milyar TL | 26% |

(Kaynak: SPK)

nusu katılım fonlarının fon toplam değerlerine göre ait oldukları fon grubu içerisindeki ağırlıkları ise sırasıyla %66 ve %26'dır. Bu veriler gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonlarında da katılım esasının yaygın bir uygulama alanı bulunduğunu göstermektedir.

IFSB'nin (Islamic Financial Services Board) Islamic Financial Services Industry Stability Report 2018 (2018 yılı İslami Finans Endüstrisi İstikrar Raporu) raporuna göre İslami finans endüstrisinin toplam büyüklüğü 2,05 trilyon ABD Doları'na ulaşmıştır. Bu endüstrinin %75,9'u İslami bankacılık varlıklarından; %19,5'i tedavüldeki sukuk ihraçlarından; %3,3'ü İslami fon (İslami emeklilik

Grafik 3: Dünyada İslami Finans Piyasasındaki Varlıkların Sektörel Dağılımı (%)
(Kaynak: IFSB)



fonları dahil değildir) varlıklarından; ve %1,3'ü ise İslami sigorta olarak adlandırılan tekafül katkı paylarından oluşmaktadır. Bu veriler ışığında İslami bankacılığın İslami finans endüstrisini domine ettiği açık olarak görülmektedir. Diğer üç alanın kendi içindeki kıyaslamasında ise sukukun önemli bir farkla önde olduğu ve sukuk büyüklüğünün İslami fon büyüklüğünün 6 katı civarında olduğu görülmektedir. Aslında ülkemizde de anılan sektörlerin büyüklük sıralamalarının benzer olduğu görülmektedir. Sermaye piyasalarının iki unsurunu oluşturan kira sertifikası (sukuk) ve katılım fonu büyüklüklerinin karşılaştırılmasında ise tedavülde bulunan kira sertifikası (kamu ve özel sektör) toplamının yaklaşık 66,5 milyar TL olduğu göz önünde bulundurulduğunda, kira sertifikası büyüklüğünün katılım fonu büyüklüğünün 23 katı kadar olduğu anlaşılmaktadır. Bu durum ülkemizde katılım fonu büyüklüğünün kira sertifikasına göre gelişim olarak dünyadaki duruma nazaran daha geride kaldığını da göstermektedir.

Öneriler

Katılım bankacılığı ve kira sertifikası büyüklükleri ile karşılaştırıldığında görece olarak katılım fonu sektörü büyüklüğünün önemli ölçüde geride kaldığı dikkate alınarak katılım fonu sektörünün henüz niş konumunda olduğu değerlendirilebilecektir. Katılım fonlarının göreceli pozisyonun iyileştirilmesinde bazı adımların atılmasına ihtiyaç olduğu anlaşılmakta ve aşağıda yer verilen önerilerin gelişim sağlanmasına katkıda bulunabileceği değerlendirilmektedir.

1) Mevcut durumdaki katılım yatırım fonu uygulamalarının uluslararası İslami finans uygulamaları kapsamındaki beklentileri çoğu durumda

piyasa disiplini yaklaşımı dahilinde karşıladığı görülmektedir. Bununla birlikte, katılım fonu uygulamalarının daha homojen, karşılaştırılabilir ve öngörülebilir olmasına ilişkin beklentilerin en sağlıklı şekilde karşılanmasının, öncelikle İslami finans yönetim şekline ilişkin çerçeve bir yasanın yürürlüğe girmesi ile birlikte sağlanabileceği düşünülmektedir. Belirlenecek çerçeve yasa ülkemizde uygulamaya alınacak İslami finans yönetim şeklinin merkezi organizasyona mı merkezi olmayan bir yönetime mi dayalı olacağı sorusuna tam ve kapsamlı bir cevap verecektir. Çerçeve yapının belirlenmesi sonrasında, bunu tamamlayıcı alt düzenlemeler uygulamaya sokularak ülkemizdeki katılım fonu yönetiminin uluslararası en iyi uygulama örnekleri ile karşılaştırılabilir düzeye ulaştırılabileceği düşünülmektedir.

2) Ülkemiz fon sektöründe İslami finans alanında, özellikle İslami sermaye piyasası ve İslami fon yönetimi kapsamındaki farkındalık, bilgi ve tecrübenin artırılması ihtiyacı bulunduğu görülmektedir. Sektörde konvansiyonel ve İslami finans bilgilerinin harmanlandığı bilgiye sahip profesyonellere ve personele olan ihtiyacın arttığı gözlemlenmektedir. Başta portföy yönetim şirketleri olmak üzere ilgili kurum ve kuruluşların bu hususta yöneticilerinin ve çalışanlarının geliştirilmesi yönündeki eğitimlere daha fazla önem vermelerinde yarar bulunduğu değerlendirilmektedir.

3) Sektör çalışanlarının İslami finans ve sermaye piyasası alanındaki bilgisinin artırılmasının desteklenmesi amacıyla İslami sermaye piyasası alanının mesleki lisanslamanın başına bir unsur olarak kabul edilmeye başlanması ve ölçüme

dahil edilerek lisansa bağlanması sektörün ihtiyaç duyduğu insan kaynağının oluşturulmasında fayda sağlayabileceği düşünülmektedir.

4) Piyasanın talep tarafında da gelişim sağlanması amacıyla sermaye piyasası yatırımcıları nezdindeki İslami sermaye piyasası farkındalığının artırılmasının önemli olduğu, bu hususta sektör temsilcilerinin işbirliği içerisinde hareket ederek İslami finans ve sermaye piyasası alanındaki eğitim programlarını desteklemelelerinin önemli olduğu değerlendirilmektedir.

5) Ülkemizdeki kişi başı tasarruf miktarının artırılmasının yalnız konvansiyonel alanda değil İslami sermaye piyasası alanındaki yatırımlara olan talebin artmasına katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Kaynakça:

- 1)** Abdullah, D.V. & Chee, K. (2010). *Islamic Finance – Why It Makes Sense*. Singapore: Marshall Cavendish Business.
- 2)** Çizakça, M. (2011). *Islamic Capitalism and Finance: Origins, Evolution and the Future*. United Kingdom: Edward Elgar Publishing.
- 3)** International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA) & Securities Commission Malaysia. (2015). *Islamic Capital Markets: Principles & Practices*. Malaysia: Pearson.
- 4)** Islamic Financial Services Board (IFSB). (2018). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2018*. Erişim için: <https://www.ifsb.org/download.php?id=4811&lang=English&pg=index.php>
- 5)** Laldin, M.A. (2008). *Fundamentals and Practices in Islamic Finance*. Malaysia: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA).
- 6)** Norfadelizean, A.R., Shahrin, Z. & Ramli, R. (2014). *Understanding Islamic Capital Markets*. Kuala Lumpur: IBFIM.
- 7)** Sardehi, N. (2008). *Islamic Capital Markets*. USA: VDM Verlag Dr. Müller.
- 8)** Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation (COMCEC). (October 2018). *Islamic Fund Management*. Erişim için: <http://www.comcec.org/en/wp-content/uploads/2018/11/11-FIN-AN.pdf>

OTOMATİK KATILIM



OKS BUGÜN

Otomatik Katılım'ın avantajlarının bizler tarafından çalışanlara ve işverenlere daha iyi anlatıldığı takdirde, ivmenin kendini katlayarak yukarıya doğru bir grafik halinde ilerleyeceğini rahatlıkla söyleyebiliriz.

1 Ocak 2017 tarihi itibarıyla Otomatik Katılım, kademeli olarak hayatımıza girdi. 45 yaş altında bulunan her T.C. vatandaşını kapsayan sistem, Emeklilik Gözetim Merkezi'nin 2019 Şubat'ta güncellemiş olduğu verilerine göre aktif 5 milyondan fazla çalışanın sözleşmesinin bulunduğu, büyük bir yapıya dönüşmüş ve önemli bir kazanım elde etmiştir. Çalışanların toplam fon tutarının da 6 milyar lira seviyelerinde olduğunu da göz önünde bulundurursak, çok kısa bir süre içinde gerek kişi sayısında gerek fon tutarı miktarında hızlı bir ivme ile seyreden OKS, yapılacak yeni değişikliklerle de ilerleyen dönemde kendi iç dinamiğini oluşturmakta hedeflenen düzeye ulaşabilecektir.

Bireysel Emeklilik Sisteminde, 2003 yılında başlayan gönüllü BES'te 16 yılın sonunda yaklaşık 7 milyon katılımcı varken, 2017 yılında Otomatik katılımı %54 cayma oranına rağmen iki yılın sonunda 5 milyon katılımcı bulunmaktadır.

Bu bağlamda gerek kamu, gerekse sigorta sektörünün büyük çabaları ile gelinen bu noktada, gönüllü BES'e oranla çok daha hızlı büyüyen sistemin elbette ülkemizdeki potansiyeli büyük oranda henüz tam kapsayamadığını da söyleyebiliriz. Otomatik Katılım'ın avantajlarının bizler tarafından çalışanlara ve işverenlere daha iyi anlatıldığı takdirde, bu ivmenin kendini katlayarak yukarıya doğru bir grafik halinde ilerleyeceğini de rahatlıkla söyleyebiliriz.

OKS Kilometre Taşları

2017 yılında 1.000 ve üzeri çalışanın bulunduğu firmalar zorunlu olarak OKS'ye katıldı. Aynı yıl içinde kademeli olarak 250 – 999 ve 100 – 249 çalışmanı olan firmalar da sisteme dahil oldu.

2018 yılı içinde de 50 – 99 ile 10 – 49 çalışmanı olan firmalar sisteme girdi. 2019 yılı başlarında 5 - 9 çalışmanı olan firmaların da OKS'ye dahil olması ile katılımcı iş veren sayısı bugün 202.531 adete ulaşmıştır. Katılımcı Sayısı oranında %132 hedefin gerçekleşmiş olduğu Otomatik Katılım Sistemi, kamu tarafında da oldukça iyi bir şekilde ilerlemektedir.

Avantajlar ve Olanaklar

Gönüllü BES'te olduğu gibi tasarrufların toplanması, değerlendirilmesi ve



Erol Öztürkoglu
Genel Müdür
Fiba Emeklilik A.Ş.

kişiye toplu para veya maaş ödemesi esasına dayanan OKS, SGK'nın tamamlayıcısıdır ve kendine özel birikim avantajlarına sahiptir.

Hali hazırda bir gönüllü BES'in bulunması, OKS'de olunmasına engel değildir. Her iki kanaldan da emeklilik birikimi sürdürülmeye devam eder.

Gönüllü BES'te olduğu gibi sistemde en az 10 yıl kalınması ve 56 yaşın doldurulması halinde emeklilik hakkı kazanan katılımcılar, işverenin belirlemiş olduğu emeklilik şirketi bünyesine otomatik olarak dahil olur ve ilk iki ay içinde cayma hakkına sahiptir. Cayma hakkının kullanılması halinde hesapta oluşan birikim, 10 gün içinde cayma talebinde bulunan kişiye iade edilir. İki aylık başlangıç dönemi sonrasında sistemde kalmaya devam eden katılımcı, bir kereye mahsus olarak 1.000 TL Ek Devlet Katkısını almaya hak kazanır. Emekliliği en az 10 yıllık gelir sigortası olarak kullanmayı tercih eden katılımcı, birikiminin %5'i karşılığında Ek Devlet Katkısı almaya hak kazanır. Ancak OKS'den çıkış hakkını kullanan kişi, yeniden OKS'ye dahil olsa bile 1.000 TL Ek Devlet Katkısı hakkını kaybetmiş olur. Devlet Katkısı 2019 yılı üst sınırları

dikkate alındığında, hem gönüllü BES hem de Otomatik Katılım için Devlet Katkısı limitleri ayrı ayrı hesaplanır. Bu da katılımcı açısından önemli bir avantajdır. 2019 yılı Brüt Asgari Ücret Toplamı olan 30.700,80 TL için 2019 yılı içinde alınabilecek maksimum Devlet Katkısı tutarı 7.675,20 TL'dir. Yani hem gönüllü BES hem de Otomatik Katılım için ayrı devlet katkısı limitleri verilmesi ile ödenecek toplam 61.401,60 TL'ye karşılık 15.350,40 TL'dir. Otomatik Katılım Sistemindeki katılımcı, Katkı Payı oranını dilerse artırabilir. Ara Verme koşulunda ise ödemelerini süresiz olarak durdurabilir.

Çalışanın işsiz kalması halinde, önceki işyerinde dahil olduğu emeklilik plan kapsamında ödemelerine bireysel olarak devam edebilir.

Gelişmeler

Başlangıç Döneminde cayma hakkını kullanan kişilerin zorunlu geri dönüş süresi iki yıldan üç yıla çıkartıldı. Buna göre sisteme yeniden dahil olma süreci 2020 yılında gerçekleşecek olup, Bakanlığın belirleyeceği esaslara göre her bir çalışan yalnızca bir defaya mahsus olmak üzere sisteme yeniden dahil edilecektir. Otomatik Katılım Sisteminden Cayma ya da Ayrılma yolu ile çıkış yapan çalışan, kendi isteği ile sisteme dahil olamıyordu. 2018 yılının Aralık ayında yapılan yönetmelik gereğince artık cayma hakkını kullanmış olan çalışan, talep ettiği takdirde Bakanlıkça belirtilen esaslar çerçevesinde sisteme yeniden dahil olabilmektedir.

Öneriler

Çalışanların işverenleri aracılığı ile OKS'ye katılma uygulamasının elbette yeniden yapılandırılmalarla daha sürdürülebilir bir hale getirilmesi önemlidir. Hazine ve sektör işbirliği ile bu çalışmalara devam edilmektedir. Sektörde genel öneriler de mevcuttur. Buna göre cayma süresinde revizyon yapılması ve iki aylık cayma süresinin

altı ay, bir yıl veya üç yıla kadar uzatılması bu öneriler arasındadır. Böylece katılımcı, makul bir sürede getirilmesini görebilecek ve haliyle sistemden cayma ya da çıkış yapma kararını tekrar gözden geçirme imkanına sahip olabilecektir.

İşveren Katkısı da yine en çok konuştuğumuz maddelerden. Dünyada başarılı örnekler bakıldığında da işveren katkısının etkisini görebiliyoruz. Mevcut ekonomik konjonktür dikkate alınarak, başlangıçta cüzi bir miktarda, işverenlere ek yük getirmeyecek ya da vergi avantajı sağlanması halinde Kıdem Tazminatı, İşsizlik Sigortası veya İşsizlik Fonuna yapılan ödemelerden küçük bir oranın sisteme katkısı şeklinde tasarlanması, sistemin sürdürülebilirliğini ve çalışan nezdinde cazibesini artırabilir.

2019 yılının sonunda BES'in yeniden yapılandırılması ile ilgili gündemde olan bazı konular var. Kıdem Tazminatı Fonunun kurulması, emeklilikte ek gelir sağlanabilmesi için Tamamlayıcı Emeklilik Sisteminin oluşturulması, Kıdem Tazminatı Fonu ile BES entegrasyonunun sağlanması. Şu an konuşulan bu maddeler gerçekleştirilirse 2020'den itibaren her yıl BES'te 100 milyar fon birikmesi, beş yıl içinde milli gelirin %10'unu aşan bir fon büyüklüğüne ulaşılması öngörülüyor. Bu da ülke ekonomisine ciddi anlamda katkı sağlayacak artı değerdir.

Otomatik Katılımda genç nüfusun sistemde kalmasını teşvik etmesi amacıyla, Devlet Katkısı hak edişinin 56 yaş ile sınırlandırılmaması ve hak kazanımının sistemde kaldığı süreye bağlı olarak artırılması da öneriler arasında mevcuttur. 18 yaşında Otomatik Katılım sistemine dahil edilen bir çalışanın biriken parasını 10 yılın sonunda %100 Devlet Katkısı hakedişi ile alabilmesi, emeklilik için 56 yaş beklememesi ya da belli bir süre sonunda birikiminden borç alabilmesi gibi alternatifler sunulabilir.



Son Düzenlemeler Işığında İdeal Bireysel Emeklilik Sistemi (BES)

- 1. Bugünkü Bireysel Emeklilik Sistemi'nin sorunları nelerdir?*
- 2. İdeal bir sistem yaratılması için nelerin değişmesi gerekiyor?*
- 3. Hazine ve SPK'nın son düzenlemeleri bu çerçevede nasıl değerlendiriliyor?*

Sektörün farklı tarafları bu soruların cevaplarını ve yorumlarını Kurumsal Yatırımcı için kaleme aldı.

Bireysel Emeklilik Sisteminde Sorunlar ve Çözüm Yolları

BES'in sürdürülebilirliği açısından hem katılımcıların daha fazla sistemde kalması, hem de emeklilik döneminde birikimlerinin toplu çekilmesi yerine kısmen veya tamamen maaş şeklinde alınması oldukça önemli. BES, mevcut yapısı ile paydaşlarını yeterli ölçüde memnun eden ve gerekli motivasyonu sağlayan bir yapıda değildir.

Bireysel Emeklilik Sistemi (BES), 2003 yılının Ekim ayında sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak başladı. 2013 yılından itibaren devlet katkısı sisteminin getirilmesi ile birlikte yeni bir ivme kazandı. Devlet katkısı öncesinde de yüksek vergi avantajı vardı. Ödenen katkı payları kişilerin gelir vergisi matrahından indiriliyordu. Ancak vergi avantajı, daha az vergi ödeyerek aylık net ücret artışı şeklinde yansıdığından katılımcının birikimine yansımıyor, görünmüyor ve birikmiyordu. Her katkıya %25 oranında devletin de katkı yapması ile teşvik görünür hale geldi. BES'in mevcut yapısı ile büyüme ve gelişme potansiyeli açısından, uzun zamandır biriken fonların emeklilik dönemlerinde ve ekonomik krizlerle sistemden ayrılması kritik bir unsurdur. Bu durumda yıllardır biriken fonlar çıkacak, yeni katılımcıların taze girişleri bu çıkışları karşılamaya yeterli olmayabilecektir. Emeklilik ve ayrılmalar ile otomatik katılımın da etkisi ile katılımcı sayısında büyümede yavaşlama olması muhtemel. Bununla birlikte sistem yeni girişlerle büyümeye devam edecektir. Dolayısıyla BES'in sürdürülebilirliği



Ali Haydar Elveren
Kurucu Ortak
Adendum

açısından hem katılımcıların daha fazla sistemde kalması, hem de emeklilik döneminde birikimlerinin toplu çekilmesi yerine kısmen veya tamamen maaş şeklinde alınması oldukça önemli.

BES, mevcut yapısı ile paydaşlarını yeterli ölçüde memnun eden ve gerekli motivasyonu sağlayan bir yapıda değildir. Şirketler açısından kâra geçme süresinin sürekli ötelendiği, sermayedarın büyüme ve gelişme için yeni sermaye koyma iştahının azaldığı bir yapı söz konusudur. Sisteme girişler teşvik edilmekte ancak sistemde kalma konusunda yeterli önlemler alınmamakta, hem katılım-

cıların hem de kamu otoritesinin fon yönetimi ve kesintilerden memnuniyet duymadığı görülmektedir. Ayrıca katılımcıların beklentileri ile ürün yapılarının yeterli ölçüde örtüşmediği, sistemde bireysel yatırım riskinin devredilememesi nedeniyle birikimlerin reel değerinin korunamadığı ve uzun vadeli yatırım seçeneklerinin az kullanıldığı bilinmektedir.

Sistemde kesintilerin genel olarak yüksek, fon performansının ise yetersiz olduğu algısı oldukça yaygındır. Ancak her ikisi de objektif değerlendirmeden uzaktır. Emeklilik şirketlerinin fonları genellikle beklenenden daha iyi yönetmesine karşın, katılımcılar ekonomik gelişmelerden fon dağılımı değişikliği ile yeterli ölçüde yararlanamamaktadır. Kesintiler ise gönüllü katılıma dayalı sistemler ile kıyaslandığında düşük olup, emeklilik şirketleri düşük kesinti, yüksek hizmet kalitesinin maliyetinden karlılık anlamında olumsuz yönde etkilenmektedir.

Bireysel Verilere Göre Fon Tercihlerinin Yapılabilmesi İçin Katılımcılara Zamanında, Yeterli ve Nitelikli Bilgi Sunulmalı

BES'te fon dağılımı, dolayısıyla yatırım risk kompozisyonu, ka-

tlımcı tarafından yılda altı defa değiştirilebilmektedir. Uygulamada bu hakkı kullanan katılımcı sayısı %10'un altındadır. Katılımcılar ilk girdiklerinde emeklilik şirketinin önerdiği ve bireysel emeklilik aracı ile birlikte belirledikleri fon karmasını değiştirmemektedir. Bu durumda çok uzun bir süre aynı fon karması ile birikimler yatırıma yönlendirilmekte ve genellikle daha kısa vadeli ve risksiz sınıfta yer alan yatırım araçlarından oluşan bu karmasının getirisi daha az olmaktadır. Katılımcıların pratikte sahip olduğu bu ataleti kırmak ve "birikimler değer kaybedecek" endişesini gidermek için yatırım riskini belli ölçüde şirketin üstlendiği ürünler oluşturmak ve BES'te elde edilen getiriyi, piyasadaki fiyatlara (mark to market) göre göstermenin yanında iç verime göre göstererek, algıyı kısa vadeli piyasa hareketlerinden uzaklaştırmak gerekmektedir. Bu amaçla, bireylere sadece risk profilini değil kendi gerçek verilerini dikkate alan yatırım analizleri ve bireysel fon karması önerileri içeren nitelikli bilgilerin günlük olarak takibinin yapılması ve gerektiğinde katılımcıya sunulması karar almasının desteklenmesi gereklidir.

BES'te Fon Kesintilerinin Azaltılması Şirketlerin Karlılık Hedeflerini Saptırdı

Sistemin kuruluşundan bu yana emeklilik yatırım fon kesintilerinde üst limitler azaltılmak suretiyle birkaç defa indirimle gidildi. Şirketlerin faaliyetleri nedeniyle yaptığı harcamalar azalmaz, hata yeni mevzuatlar nedeniyle artarken beklenen gelirleri her geçen gün azalmaktadır. Kesintilerin makul seviyelere getirilmesi, yüksek yatırım getirisi sağlayan şirketlerin açık uçlu yüksek kesinti yapabilmesine

olanak tanınması fon yönetiminin daha verimli ve aktif olmasını sağlayacaktır. Risk iştahını ve yüksek getiriyi artırırken, katılımcıların ve şirketlerin yükümlülük karşılama yeterliliklerinin de korunması yönünde düzenlemeler yapılabilir.

Bireysel Emeklilik Sisteminde Katılımcıların ve Fonların Sistemde Kalması Oldukça Önemli

Sistemde tutundurma, katılımcıların beklentilerinin karşılanabilmesi ve sistemin uzun vadeli bir bakış açısıyla ele alınmasıyla mümkün olacaktır. Uzun süre kalana daha düşük kesinti uygulaması, ürün türlerine göre erken ayrılmalarda ek kesinti konulması, uzun vadeye odaklı performans değerlendirilmesinin öne çıkarılması, iç verim ve piyasa değerine göre birikim tutarının en az olanının ödenmesi, BES'e entegre hayat sigortası teminatı ile sigorta güvencesinin sağlayacağı faydaların ön plana çıkarılması sistemde tutundurmaya katkı sağlayacak adımlardır.

Yatırım getirisi garantili veya getiri endeksli ürünlerin geliştirilmesi faydalı olacaktır. Endeksli veya getiri garantili ürünler seçilmesi halinde, fon değişiklik hakkı emeklilik şirketi tarafından kullanılacak, burada şirket gerektiği kadar fon karmalarını değiştirebilecektir.

Günlük birim pay değerine dayalı basit getiri gösterimlerine ek olarak, fonun barındırdığı yatırım araçlarının vade sonu değerine göre getiri oranına da yer verilen ikili fon fiyatı gösterimi benimsenebilir. Bu durumda katılımcılara fon getirilerinin iç verimi dikkate alınarak, sistemde kalma halinde birikimlerinin değeri gösterilecektir. Katılımcının sistemden ayrılması halinde

birikim tutarı hesabı iç verim veya piyasa değerinin hangisi küçük ise ona göre yapılacak, sistemde kalanlar için menfaat artırılabilecektir.

Dağıtım kanallarının maliyetlerinin azaltılması adına, uzaktan satış sürecinin daha pratik hale getirilmesi, sözleşmelerin yürürlüğe girişinin kolaylaştırılması, prosedürlerin basitleştirilmesi, aracı lisanslama maliyetlerinin, finansal bilgi ve deneyime bağlı olarak ucuzlatılması ve muafiyetlerin artması gibi çalışmalar yapılabilir.

BES'te geri alma dönemi için emeklilik gelir sözleşmelerinden mutlaka yararlanılmalıdır. Vefat eden katılımcının birikimleri emeklilik gelir planı dahilinde, ister toplu para isterse maaş olarak lehtar katılımcılara (dul ve yetimlere) ödenebilir. Bu şekilde birikimlerin sistemde kalmaya devam etmesine olanak sağlanmış olacaktır. Böylece yeni ürün türleri ve yeni uygulamalar bir bütünlük içerisinde hem katılımcının sistemde kalmasını sağlayacak, hem de şirketlerin performansını daha iyi göstermelerine imkân sunacaktır.

Sonuç olarak, katılımcı ihtiyaçlarını karşılayan, yenilikçi uygulamaların hayata geçirilmesi ile sistem büyümeye devam ederek tamamlayıcı emeklilik rolünü daha iyi yerine getirecek, ülke ekonomisine kaynak yaratacak ve uzun vadeli tasarrufları artırarak tüm paydaşların memnun olduğu bir yapıya doğru evrilecektir.

Bunun için kısa vadeli aksiyonlar yerine daha stratejik kısa, orta ve uzun vadeyi dikkate alan, tüm paydaşların taleplerinin azami düzeyde karşılandığı optimal çözümler üretilmelidir.

BES Fonlarının Performansı Mevzuatta Yerini Aldı

Yeni düzenlemenin uygulamaya geçmesi ile birlikte, portföy yönetim şirketlerinin özellikle başarı primi elde edebilmek noktasında gayret gösterirken önlerine çıkması en muhtemel olumsuz etkilerden birinin varlık dağılımlarına ilişkin kısıtlar olacağı söylenebilir.

Ülkemizde Bireysel Emeklilik Sistemi'nde (BES) güncel verilere göre, toplam 11,8 milyon katılımcı yer almaktadır. Sistemdeki toplam birikim tutarı ise 105,4 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2003 yılında gönüllülük esasına göre yapılandırılan sistem, özellikle devlet katkısının devreye girmesi ile önemli bir ivme yakalamıştır. Devlet katkısı uygulamasının hayata geçirildiği 2013 yılında bir önceki yıla göre katılımcı sayısı %32 artış göstermiş, takip eden iki yıl artışlar, sırasıyla %23 ve %18 civarında olmuştur. 2016 ve 2017 yıllarında artış devam etmekle birlikte hız kesmiş; ardından 2018 yılında katılımcı sayısı ilk kez azalma kaydetmiştir. Aralık 2017-Haziran 2019 döneminde gönüllü BES verileri incelendiğinde sistemdeki katılımcı sayısının yaklaşık 6,8 milyon kişi olduğunu, sistemdeki kişi sayısının 116.423 azaldığını görmekteyiz. Diğer bir deyişle geçtiğimiz 1,5 yıllık dönem zarfında gönüllü BES katılımcı sayısı %1,7 azalmıştır. Diğer yandan bireysel emeklilik sisteminde 2017 yılı Ocak ayı itibariyle uygulamaya geçen Otomatik Katılım Sistemi'nde (OKS) güncel verilere göre katılımcı sayısı yaklaşık 5 milyon kişi civarındadır. Yılbaşından itibaren bakıldığında OKS katılımcı sayısındaki artış 80 bin kişidir. Öte yandan OKS ile sisteme dahil edilen çalışanların %54'ünün cayma hakkını kullandığı bilinmektedir. Bu oran beklentilerin oldukça üzerindedir.



Doç. Dr. Serra Eren Sarıoğlu
Yönetici Ortak
Ludens

Katılımcıların sistemden ayrılış nedenleri incelendiğinde yetersiz gelir, düşük tasarruf düzeyi, emeklilik süresinin uzunluğu, güven eksikliği ve düşük fon performansı öne çıkıyor. Sistemin sürekliliğinin sağlanabilmesi bu temel sorunlara çözüm sunabilmekle mümkündür. Bu yazımızda sistemdeki bu sorunlardan fon performansı üzerine odaklanarak, özellikle son günlerde konuya ilişkin yapılan düzenlemeleri inceleyeceğiz.

Bireysel emeklilik fonlarının performansı

2018 yıl sonu verilerine dayalı olarak Ludens tarafından hazırlanan Emeklilik Yatırım Fonları Performans Raporu'na göre, gönüllü BES tarafında son 10 yıllık dönemde emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama getirisi

enflasyonun yaklaşık 57 puan üzerindedir. Özellikle devlet katkısının hayata geçtiği 2013'ten sonrasını içeren son beş yıllık dönem için ise bu fark 10 puanda kalmıştır. 2018'de ise emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama getirisi enflasyonun altı puan altındadır. Benzer biçimde mevduat ile yapılan kıyaslamada da, 2018 yılında fonların ağırlıklı ortalama getirisi mevduattan yaklaşık yüzde 1,3 daha düşüktür. OKS emeklilik fonları için yapılan analiz, başlangıçtan itibaren ağırlıklı ortalama getirinin yüzde 28 olduğunu göstermektedir. Bu oran TÜFE'nin yaklaşık 1 puan altındadır. 2018'de de OKS fonlarının ağırlıklı ortalama getirisi TÜFE'den daha düşük olup, fark üç puan civarındadır. Görüldüğü üzere gönüllü BES ve OKS fon getirileri, enflasyon ve mevduat gibi kamuoyunun sürekli takip ettiği göstergeler karşısında özellikle son yıllarda zayıf performans sergilemektedirler. Öte yandan piyasalarda özellikle döviz ve altın gibi yatırım araçlarından son dönemde elde edilen yüksek getiriler de dikkate alındığında, fon getirileri konusundaki tatminsizlikler sistemin gelişimi açısından oldukça olumsuz bir tablo sergilemektedir. Özellikle, OKS tarafında düşük getiri seyrinin devam etmesi katılımcıların sisteme güven konusundaki endişelerini arttırıcı rol oynayacak ve devletin kendine kaynak yaratmak için böyle bir sistemi getirdiği şüphesini pekiştirecektir.

Performansa ilişkin yeni düzenleme

Bu çerçevede Mayıs ayının son gününde SPK Emeklilik Fonları Rehberi'nde "10.4. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getiri Performansının Ölçülmesi, Değerlendirilmesi ve Portföy Yöneticilerine Uygulanacak Teşvik ve Tedbire İlişkin Usul ve Esaslar" maddesine bir ekleme yapmıştır. Bu madde esasta, performansı düşük olan portföy yönetim şirketlerine bir yaptırım uygulayarak fon getirilerini arttırmayı hedeflemektedir. Düzenleme, konuya ilişkin bir önceki düzenlemeden farklı olarak çok daha net uygulamaları hayata geçirecektir.

Yeni düzenlemeye göre, fonların performansının ölçülmesinde yıllık brüt getiri oranı kullanılmasına karar verilmiştir. Fonların dahil olduğu grubun basit ortalama getirisi bulunacak ve bu ortalamanın bir standart sapma altında kalanların performansı yetersiz kabul edilecektir. Üç yıllık dönemler itibarıyla herhangi iki dönemde yetersiz bulunan fonların portföy yönetim şirketleri değiştirilecektir.

Getiri performansının regülasyon ile düzenlenmesine ilişkin ampirik çalışmalar

Dünyadaki uygulamalara baktığımızda Arjantin, Şili, Uruguay, Polonya, Macaristan, Singapur vb. ülkelerde benzer şekilde getiriye dayalı performans ölçümü yapılmaktadır. Uygulamalar incelendiğinde genel olarak fonların ortalama getirisinden hareket edildiği görülmektedir.

Alınan tedbirlerin getiri üzerindeki etkilerini 27 ülke üzerinden inceleyen Musalem ve Pasquini (2012)'nin çalışmasının bulgularına göre, sistemde minimum getiri uygulamasının varlığı, emeklilik sistemindeki getirilerin daha düşük volatiliteye sahip olmasına neden olmaktadır. Öte yandan minimum getiri garantisinin (aynı zamanda bir gözetim otoritesinin varlığı söz konusu olsa dahi) riske göre düzeltilmiş getiri üzerinde, ülkenin ekonomik gelişmişlik düzeyinden bağımsız olarak, anlamlı

bir etkisi olmadığını ortaya koyan çalışmalara da rastlanmaktadır. Getiri performansının regülasyon ile düzenlenmesinin sürü psikolojisini (herding) desteklediğine dair çalışmalar da bulunmaktadır (Vittas, 1998 ve Queisser, 1998). Sektör ortalamasında ağırlığı daha yüksek olan büyük fon yöneticilerinin yatırım stratejileri, genellikle daha küçük portföy büyüklüğüne sahip fonların yöneticileri tarafından, sektör ortalamasından uzaklaşmamak için, takip edilir. Bulgulara göre, büyük fonları yönetenler, daha çok tahvil ve bono gibi düşük getiri-risk içeren menkul kıymetleri satın alırlar ve bu da sektörün tümünün getirisini düşürür. Tüm bunlardan hareketle, sadece getiri üzerinden oluşturulmuş bir kriter yerine getiri ve riski birlikte dikkate alan bir kriterin daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir. Nitekim, yeni düzenlemede de "... gruplarda yer alan fonların niteliğine göre "sharpe rasyosu veya sortino rasyosu" gibi oranların daha sağlıklı sonuçlar verebileceğinin değerlendirilmesi halinde belirlenen fon grupları için Komite kararı ile bu rasyolar da kullanılabilir" ifadesinin yer aldığı görmek sevindiricidir.

Başarılı fonlar için teşvik sistemi

Öte yandan ortalama getiriye dayalı bir tedbir mekanizmasının tetikleyeceği sürü psikolojisi etkisini azaltmanın diğer bir yolu da yüksek performansı ödüllendiren teşviklerdir. Diğer bir deyişle, performansa dayalı yönetim ücreti uygulamasının eşzamanlı olarak hayata geçirilmesi getiri performansına göre portföy yönetim şirketinin değiştirilmesi uygulamasının başarılı olmasında önem arz etmektedir. Düzenlemede performansı yetersiz olanlara yaptırım uygulanmasının yanı sıra, başarılı fonlara da bir teşvik sistemi kurulduğu görülmektedir. Buna göre performansı başarılı olduğu tespit edilen fonlar için, fonların başarılı olarak kabul edildiği yıl fonun tahsil edilen toplam fon işletim gideri

kesintisi içerisinde portföy yöneticisine ödenen sabit yönetim ücretinin %50'si oranında, kurucu tarafından karşılanmak üzere portföy yöneticisine ilave ödeme yapılacaktır. Basit ortalama getiri oranının 1 standart sapma değeri üzerinde performans gösteren fonlar başarılı kabul edilmektedir.

Uygulamadaki olası zorluklar

Düzenlemenin uygulamaya geçmesi ile birlikte, portföy yönetim şirketlerinin özellikle başarı primi elde edebilmek noktasında gayret gösterirken önlerine çıkması en muhtemel olumsuz etkilerden birinin varlık dağılımlarına ilişkin kısıtlar olacağı söylenebilir. Varlık sınıflarına ilişkin sınırların fon portföylerinin çeşitlendirmesi ve getirisi üzerinde olumsuz etkileri olduğu bilinmektedir. Özellikle yapılacak düzenlemelerle, fon yöneticilerinin getiri performanslarının önemini artırılması hedeflendiği düşünüldüğünde, bu kısıtlamaların performansı düşürücü potansiyeline dikkat etmek gerekmektedir. Bu nedenle, fon türüne bağlı olarak yatırım yapılabilecek varlık türlerinin portföydeki ağırlığını kısıtlayan mevcut düzenlemelerin yeniden ele alınması düşünülebilir. Mevcut düzenlemede sadece değişken fonlar sahip oldukları risk değerleri esas alınarak (muhafazakar/temkinli, dengeli, atak/dinamik/büyüme ve agresif değişken fonlar) gruplara ayrılabilir. Bu yaklaşımın tüm fonların sınıflandırılmasında kullanıldığı bir uygulama yukarıda bahsedilen potansiyel soruna bir çözüm olarak düşünülebilir.

Kaynaklar

Boon, L. N., Brière, M., Gresse, C., & Werker, B. J. (2013, June). *Regulatory Environment and Pension Investment Performance. In 11th Workshop on Pension, Insurance and Savings.*

Musalem, A. R., & Pasquini, R. (2012). *Private pension systems: cross-country investment performance. World Bank.*

Queisser, M. (1998). *Regulation and supervision of pension funds: principles and practices. International Social Security Review, vol. 51, no. 2.*

Vittas, D. (1998). *Regulatory controversies of private pension funds. Policy Research Working Paper no. 1893, World Bank.*

Rating ve Sıralandırmaların Yaygın Kullanımı Sağlıklı Yatırım Kararları Getirir

Yatırımcıların daha sağlıklı yatırım kararları verebilmelerini sağlayacak olan finansal okuryazarlık seviyesinin arzu edilen düzeye yükseltilmesi için emeklilik fonları için üretilen rating ve sıralamalar son derece önemlidir.

Bilindiği üzere, Sermaye Piyasası Kurulu i-SPK.4632 s.kn.17.3 (03.03.2016 tarih ve 7/223 s.k.) sayılı İlke Kararı olarak kabul edilen “Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber”in; “10. Diğer Esaslar” başlıklı bölümüne “10.4. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getiri Performansının Ölçülmesi, Değerlendirilmesi ve Portföy Yöneticilerine Uygulanacak Teşvik ve Tedbire İlişkin Usul ve Esaslar” maddesini ekledi.

Bu maddede özellikle dikkat çeken husus; kararda tanımlanan performans ölçüm yönteminde belirtilen eşiklerin altında kalan fonların “performansı yetersiz”, üstünde kalanların da “başarılı” olarak tanımlanmış olması ve üç yıllık dönemler itibarıyla herhangi iki dönemde performansı yetersiz bulunan portföy yöneticisinin değiştirilmesi zorunluluğunun ve başarılı bulunan portföy yöneticisine de başarı primi ödenmesi uygulamasının (2020’den itibaren) getirilmiş olması.

Bu tür yaptırımların esasta ve ideal olarak, yasalardan ve düzenleyici otoriteden ziyade piyasanın kendisinden (yani yatırımcılardan ve emeklilik fonu müşterilerinden ve portföy yönetim şirketlerinden) gelmesi gerekir. Ancak, hem finansal okuryazarlık seviyesinin istenen



Ali Perşembe
Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı
SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

düzeyde olmadığı, hem yatırımcıların yatırım ufuklarının hayli kısa vadeli olduğu, hem de düşük tasarruf oranının ve yatırım/bireysel emeklilik fonları endüstrisinin gelişmiş ülkelerdeki seviyelere ulaşmadığı ülkemizde, piyasanın kendisi böyle bir talebi şimdiye kadar oluşturamadı ve yatırımcı tepkisi sadece kısa vadeli getiriler bazında serzenişlerde bulunmakla kısıtlı kaldı.

İşte böyle bir piyasa talebinin sağlıklı bir şekilde oluşmaması ve özellikle bireysel emeklilik fonlarının sadece ekonomik değil, aynı zamanda sosyal bir boyutunun olması gerçeği, düzenleyici ve gözetleyici otoritelerin bu tür yaptırımlarla tedbir ve teşvik uygulamaları getirmesi sonucunu

doğurdu. Bu durum hem sermaye piyasalarının gelişimi hem de yatırımcı açısından gayet olumlu.

Ne var ki, bu yaptırım kararlarıyla portföy yöneticisinin “performansı yetersiz” veya “başarılı” olarak tanımlayan performans ölçüm metodolojisi belirlenirken, bu işi zaten yıllardır yapan rating kuruluşlarının da görüşlerinin alınması doğru olurdu. Biz Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. olarak kuruluşumuzdan (2005) bu yana yatırım ve bireysel emeklilik fonlarını derecelendirmekteyiz ve SPK’nın “Bireysel Portföylerin ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirilmesine ve Kolektif Yatırım Kuruluşlarını Notlandırma ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”inin 15’inci maddesinin 2’nci fıkrası gereğince, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği’nce hazırlanan “Kolektif Yatırım Kuruluşlarını Notlandırma ve Sıralama Faaliyetlerinde Bulunacaklara İlişkin Esaslar Hakkında Genelge”ye göre, kolektif yatırım kuruluşlarını notlandırma ve sıralama faaliyetlerinde bulunabilecek kuruluşlar listesine alınarak 2013 yılından beri yetkilendirilmiş bulunmaktayız.

Kaldı ki, ilgili kararın “10.4. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getiri Per-

formansının Ölçülmesi, Değerlendirilmesi ve Portföy Yöneticilerine Uygulanacak Teşvik ve Tedbire İlişkin Usul ve Esaslar” maddesinin “B) Fon Performanslarının Ölçülmesi” bendinde belirtilen yöntemin çok daha fazlasını uygulamaktayız. Bu bağlamda, fon performansını ölçerken a) fonun getirisini, b) volatilitisini (standart sapmasını), c) Sharpe Oranı’nı (riske karşı düzeltilmiş getiriye), d) emsal performansını, e) zamanlama yeteneğini ve son olarak da f) fonun İç Verim Oranı’nı kullanmaktayız. Bu kriterleri baz alan metodolojimizin tüm ayrıntıları da gayet şeffaf olarak

kurumsal internet sitemizde yayınlanmaktadır (<http://www.saharating.com/~saharati/bes-ve-yatirim-fonlari-derecelendirme/bes-ve-yatirim-fonlari-derecelendirme-metodolojisi-ve-aciklamalar/>).

Bu rating ve sıralandırmaların yaygın bir şekilde kullanılması; a) sermaye piyasalarının gelişmesi, b) düzenleyici otoritenin iş yükünün hafiflemesi, c) yatırımcının daha sağlıklı yatırım kararları verebilmesi ve d) portföy yönetim şirketlerinin daha etkin çalışabilmesi açısından son derece faydalıdır. Ancak bu sayede, düzenleme ve denetim/gözetim işlevinin

yasalardan ve düzenleyici otoriteden değil de o esas ve ideal düzeyde piyasadın talep ve yaptırım baskısı olarak gelmesi sağlanabilir.

Yatırımcıların daha sağlıklı yatırım kararları verebilmelerini sağlayacak olan finansal okuryazarlık seviyesinin arzu edilen düzeye yükseltilmesi için emeklilik fonları için üretilen rating ve sıralamalar son derece önemlidir. Yaygın olarak kullanılmaları için tüm ilgili tarafların (SPK, EGM, TSPB, portföy yönetim şirketleri ve rating kuruluşları) katkı verip iş birliği yaparak, bu hedefe yönelik bir oyun planıyla işi projelendirmeleri gerekir.

İdeal Bes Sistemi Nasıl Olmalı?

Giriş
Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi’nin (BES) gelişimine ilişkin değerlendirmelerimi Kurumsal Yatırımcı Ocak-2019 sayısında anlatmıştım. Bu makalede ise ideal BES sistemi nasıl olmalı konusunu tartışmaya açmak istiyorum. Bu çalışmada günümüzde 100 milyar TL fon tutarını aşmış olan ve 3. Fazını da tamamlamış BES ile Otomatik Katılım Sistemi (OKS)’nin sorunları ele alınacak, “ince ayar” adını verdiğim iyileştirmelerin/düzeltilmelerin hangi konularda yapılmasına ilişkin öneriler sunulacak ve son olarak Hazine ve SPK’nın son düzenlemelerinin bu kapsamda değerlendirmesi yapılacaktır.

Öncelikle ideal BES sisteminin tanımını yapmak gerekmektedir. Subjektif bir kavram olan ideal BES her katılımcı açısından farklı düzeyde beklentileri ifade etmektedir. Örne-



Doç. Dr. Engin Kurun
Piri Reis Üniversitesi

ğin profesyonel iş yaşamında 40,000 TL maaş alan bir katılımcının BES’de sağlayabileceği veya emeklilik dönemine ilişkin tasarruf edebileceği kaynak ile asgari ücretli bir katılımcının BES’e aktarıp emeklilik döneminde elde edebileceği kaynak karşılaştırılabilir değildir. Emeklilik şirketlerinin internet sitelerinde, basılı yayın

organlarına verilen reklamlarda, sosyal medya hesaplarında paylaşılan pazarlama dokümanlarında algı oluşturularak bir şekilde ideal BES’in nasıl olacağı tanımlanmaktadır. Ülkemize Kıta Avrupası’ndan gelen turistlerin yaş ortalaması ve genel profil dikkate alındığında da, ideal BES’e ilişkin ipuçları edinilebilmektedir. İdeal BES:

“Emeklilik döneminde kimseye muhtaç olmadan, refahında ve yaşam konforunda eksiklik olmadan hayatını sürdürebilmek için, maddi imkanların yanında saygı ve sevgi çerçevesinde huzurlu bir emeklilik imkanını sağlayan tasarruf aracıdır.”

İdeal BES’e ulaşmak evrensel olarak tüm emeklilerin ve emeklilik hayali kuranların ortak beklentisidir. Bunun ne şekilde sağlanabileceğine ilişkin “emeklilik planlaması” konulu bir uzmanlık dalı gelişmiştir. Günümüzde politika yapımcılar ile birlikte gerek

akademik ve gerekse de finansal danışmanlık anlamında makro ve mikro ölçekte politikalar, stratejiler geliştirilmekte, giderek yaşanan dünya nüfusunun yaratacağı sosyal maliyet, aktüeryal ve finansal olarak ölçülmeye çalışılmaktadır. Bu konuda dünyada gelişmiş ülkelerde yapılan uygulamalar, OECD ve Dünya Bankası nezdinde yapılan çalışmalar, sosyal güvenlik sistemlerinde yapılan reformlar sıkça tartışılmaktadır.

1. Mevcut durumun tespiti

İdeal BES'i tanımladığımızı göre, OECD istatistiklerinden hareketle mevcut durum analizine geçebiliriz. 2018 yılında yayımlanan "OECD Pensions Outlook" raporuna göre, özel emeklilik varlıklarının toplam GSYİH içindeki oranı OECD üyesi ülkeleri ortalaması %50'nin üzerindedir. 36 ülkenin 8'inde (en yüksekte en düşüğe sırasıyla Danimarka, Hollanda, İzlanda, Kanada, İsviçre, ABD, Avustralya, İngiltere, İsviçre - %200 ile %100 arasındadır) bu oran %100'ün üzerindedir. Türkiye ise bu sıralamada %2.5 ile Yunanistan'ın önünde sondan ikinci sırada yer almaktadır. Aynı raporda erkek ve kadın emeklilik yaşları karşılaştırılması da yapılmıştır. OECD ülkeleri ortalaması erkek ve kadınlar için sırasıyla 64.3 ve 63.4 olduğu halde, ülkemizde bu yaş sınırları 60 ve 58'dir. AB üyesi ülkelerin (28 ülke) ortalaması da OECD ortalamasına benzer şekilde, sırasıyla 63.8 ve 62.9'dur. Gelecek dönemde maksimum yaş Danimarka'da 65'den 74'e çıkarılması planlanırken, dünyada en düşük emeklilik yaşı halen 45 ile OECD üyesi olmayan Suudi Arabistan'dadır. 65 yaş üstü nüfusun çalışma yaşı olan 20-64 yaş arasındaki nüfusa oranı ile ifade edilen yaşlılık bağımlılık oranı OECD ortalaması, AB ortalaması ve Türkiye için sırasıyla %28.3, %29.9 ve %13.4'dür. Bu analizlerin sonuçları demografik açıdan değerlendirildiğinde, Türkiye genç nüfusundan kaynaklı

olarak henüz yüzleşmediği gelişmiş ülkelerdeki bağımlılık oranları ve yaşam süresinin uzaması gibi etkenler ile karşılaşacaktır ve buna hem mali hem de sosyal olarak hazırlık yapması gerekmektedir. SGK'nın bütçe açıklarındaki rolü ve ülkedeki tasarruf oranlarının yetersizliği dikkate alınarak, yaklaşık 16 yıl önce uygulamaya alınan BES'de gelinen durum Türkiye'de tasarrufun önemi, finansal okuryazarlığa katkı, özel emeklilik sisteminin gelişimi açısından olumlu, ancak yeterli değildir. İdeal BES için dikkate alınması gereken diğer husus da, emeklilik döneminin süresi ve bu sürede yetecek birikimin oluşturulabilmesidir. OECD raporuna göre, emeklilikten sonraki dönemde hayatta kalma beklentisi ülkelerde ölçülmüş ve Türkiye ile OECD ortalaması karşılaştırmalı olarak erkekler ve kadınlar için sırasıyla 14.5/17.7 ve 18.1/22.5 olarak tespit edilmiştir. Bu veriler ideal BES'in kurgulanmasında ve gerekli politikaların üretilmesinde çok kritiktir. Bir diğer husus da emeklilik varlıklarındaki büyüme, sürdürülebilirlik, portföy yönetimi performansı, fon yönetim giderleri, varlık dağılımları optimizasyonu, fon derecelendirilmesi gibi teknik konulardır. Emeklilik varlıklarındaki büyüme sisteme sürekli bir girişin olduğu başlangıç dönemlerinde katlanarak artmaktadır, ancak sistemden çıkışların (emeklilik hakedişi) başlamasıyla ve sistemin olgunlaşması ile aktif yönetimi yerini pasif yönetimine devretmektedir. Ülkemizde uygulanan BES, katkı payı esasına dayalı olduğundan ne kadar fazla tutar sisteme yatırılırsa onun getirisi ve birikimi daha fazla olmakta, kişilerin fon tercihlerine bağlı olarak birikimler değer kazanmakta/kaybetmekte ve sistemden çıkışta biriken nominal fon tutarı üzerinden geri ödemeler gerçekleştirilmektedir. 16 yıllık bir geçmiş olan sistemde, EGM verilerine göre 28 Haziran 2019 tarihi itibarıyla OKS

ve Devlet katkısı tutarı dahil 106.5 milyar TL fon birikmiş ve katılımcı sayısı 11.8 milyon kişiye ulaşmıştır. Bu hali ile BES toplam çalışan nüfusun yaklaşık %43'ünü kapsamaktadır. SGK verilerine göre halen emekli maaşı alan kişi sayısı Aralık 2018 itibarıyla 12.6 milyon iken, toplam sigortalı kişi sayısı 22 milyondur. Sigortalıya bağlı kişiler de (eş, çocuk vb.) dikkate alındığında, bu sayı 70.2 milyon kişiye çıkmakta ve nüfusun 82 milyon olduğu dikkate alındığında SGK kapsamının %85.6 olduğu görülmektedir. Karşılaştırmak açısından bugüne kadar BES'de emekliliğe hak kazanan kişi sayısı henüz 102 bindir. Bu rakamın SGK'daki gibi geometrik arttığını dikkate aldığımızda, sistemin sürdürülebilirliği için gerekli düzenlemelerin yapılması acil bir konudur.

Tanımlanmış katkı esaslı bir sistem olarak tasarlanan BES, gönüllü katılıma dayalı bir tasarruf aracıdır. Sistemin teşvik edilmesi için halen %25 devlet katkısı sağlanmaktadır. Devletin tasarrufları teşviki memnuniyetle karşılanmasına karşın, giderek büyüyen bir sistemde periyodik olarak Hazine'nin %25 nakit katkı sağlamasının ne kadar sürdürülebilir olacağı da düşündürücüdür. Her yıl bütçeden ayrılan pay çarpan etkisi ile artmaktadır.

BES'in sürdürülebilirliğinde en önemli etken, eski girişlerden sağlanan nakit akışlarının kesilmeden devam etmesi ve yeni katılımcılar ile sistemin büyütülmesidir. 2018 yılı EGM yıllık gelişim raporu henüz yayımlanmadığı için sistem giriş ve çıkış oranlarının büyüme etkisi değerlendirilememiştir. Ancak beklentim, piyasa koşullarındaki negatif etkiler nedeni ile 2018 yılında sistemden ciddi oranda çıkış gerçekleştiği yönündedir. Nitekim sahadaki gözlemlerim de BES'deki tasarrufların bireylerin finansman arayışında ilk başvurdukları kaynak olduğunu teyit etmektedir. Aşağıdaki bölümde

“SGK'nın bütçe açıklarındaki rolü ve ülkedeki tasarruf oranlarının yetersizliği dikkate alınarak, yaklaşık 16 yıl önce uygulamaya alınan BES'de gelinen durum Türkiye'de tasarrufun önemi, finansal okuryazarlığa katkı, özel emeklilik sisteminin gelişimi açısından olumlu, ancak yeterli değildir.”

giriş paragrafında tartışmaya açmak istediğim konulara ilişkin değerlendirmelerim ve çözüm önerilerim sunulmuştur.

2. BES'in iyileştirilmesine yönelik değerlendirmeler ve çözüm önerileri

2003 yılından itibaren üç faz halinde ilerleyen BES sisteminde “ince ayar” döneminin geldiğini düşünüyorum. Bu kapsamda politika yapıcılardan, düzenleyicilerden, üniversitelerden ve STK'lardan BES'in iyileştirilmesine yönelik önerilerinin derlenmesinde büyük fayda görüyorum. Dünya Bankası tarafından Şubat 2019'da yayımlanan “Gelişmekte olan ülkeler için dersler” başlıklı araştırma raporunda OKS'ye ilişkin ülke deneyimleri incelenmiştir. Sistemin ince ayar döneminde aşağıdaki hususlara dikkat çekmek istiyorum:

► Birinci önceliğin sistemin sürdürülebilirliğine verilmesi ve “güven”

esasına dayalı düzenlemelerin yapılması. Sistemin iyi anlaşılması, BES pazarlamasında verilen gerçek dışı taahhütler, piyasalardaki dalgalanmaların portföy değerlerine olumsuz etkileri gibi nedenlerle sistemden şikayetler oluşmaktadır. Bunların önlenmesi için tüm tarafların ortaklığında BES'in “varlık fonu” veya “işsizlik fonu” gibi bir kamu fonu olmadığına kamuoyunun ikna edilmesi ve buna ilişkin koruyucu düzenlemelerin yapılması.

► BES reformu adında ilan edilen düzenlemelerin sistemin iyileştirilmesine yönelik olarak önceliklerinin belirlenmesi.

► İşveren katkılı BES'in teşvik edilmesi. İşveren katkılı BES'in payının toplam BES içinde artırılması sürdürülebilirlik ve kurumsallık açısından önemli katkılar sağlayacaktır.

► OKS'de sistemde kalış oranının artırılması. Bunun için OKS'den çıkış sebeplerinin iyi analiz edilmesi, çıkışa yol açan etkenlerin minimize edilmesi, sistemden belli bir süre sonra ihtiyaç halinde kredi teminatı olarak kullanılabilmesinin düzenlenmesi önerilmektedir.

► OKS'de yeni düzenlemeler yapılması. Özellikle OKS'de tabanı en iyi temsil eden 5-9 çalışanı bulunan işletmelerin ceza ödemeyi göze alarak, sisteme girmemeyi tercih etmesi ve katılanların da çıkış oranının %60 olması iyi irdelenmelidir. Toplamda ise son üç yılda 15 milyon kişi OKS'ye dahil edilirken, sistemde kalan sayısı 5 milyon kişidir.

► Detaylı aktüeryal hesapların yapılması. Tamamlayıcı emeklilik sistemi olarak lanse edilen BES'de bağımlılık oranı, yaşam süresi gibi kısıtların doğru öngörülmesi halinde uygulanan politikalarındaki hata katsayıları da azalabilecektir.

► “Emeklilik planlaması” mesleğinin altyapısının oluşturulması. GSMH'nin %100'ünü aşan oranda

emeklilik varlıklarına ulaşmış olan ülkelerde bu varlıkların dağılımı konusunda bireylere yardımcı olan, emeklilik döneminde ne kadar birikime sahip olması yönünde ona danışmanlık yapan “CFP” ünvanlı danışmanlar bulunmaktadır. Ülkemizde de “Finansal Planlama Derneği” bünyesinde bu konuda hazırlıklar sürdürülmektedir.

► “Robo advisory” olarak ifade edilen dijital otomatik danışmanlık çözümlerinin geliştirilmesi ve uygulanması. BES'de toplam 12 milyona ulaşan katılımcıların ortak beklentisi birikimlerinin büyümesidir. Bunun için yurtdışında yaygın kullanılan yapay zekaya dayalı algoritmalarından faydalanılarak, finansal karar çözümleri geliştirilmelidir.

► Finansal okuryazarlığın teşvik edilmesi, tabana yayılması, müfredata eklenmesi.

► Halen GSYİH'deki payı %6 olan hanehalkı tasarruf oranının artırılması.

► BES ve OKS'de sistemden emeklilik öncesi ayrılma koşullarının yeniden düzenlenmesi. 10 yılı tamamlayan katılımcılar devlet katkısının bir bölümü dahil birikimlerini sistemden çekebilmekte, tasarrufların vergi avantajı yanında kademeli stopaj indiriminden faydalandığından 10 yıl sonra sistemden çıkışı optimal bulunmaktadır. Bu durumun yeni düzenlemelerde dikkate alınması önerilmektedir. Bu çıkış opsiyonu bulunduğu sürece, sisteme 20 yaşında giren bir katılımcının 56 yaşını beklemesi olasılığı düşüktür.

► 2016 sonunda 6.6 milyon kişi olan BES katılımcısı 2017 yıl sonunda 6.9 milyon kişiye ulaşmış, 2018 yılsonunda 6.9 milyon kişide kalmıştır. Haziran 2019 itibarıyla ise bu rakam 6.8 milyon kişiye düşmüştür. Görüldüğü gibi BES artık kişi sayısını artıramamaktadır. Aksine sistemden çıkışlar gözlemlenmekte-

dir. OKS'nin BES'i baskıladığı doğru bir tespittir.

► Yönetim ücretlerinin gözden geçirilmesi. OKS'de yönetilen emeklilik varlıklarının toplamı üzerinden 85 baz puan olarak alınan yönetim ücreti, halen uluslararası standartların üzerindedir. Bu husus katılımcılar tarafından dile getirilirse de Dünya Bankasınca eleştirilmektedir.

► BES birikimlerini yöneten portföy yönetim şirketlerinde (PYS) de konsolidasyon devam etmektedir. 2019 yılında kamuda Ziraat PYS'nin Halk PYS ve Vakıf PYS, özel sektörde ise Teb PYS'nin ING PYS, İstanbul PYS'nin Actus PYS hisselerini satın alması sektöre hareketlilik kazandırmıştır. İnorganik büyüme trendinin devam etmesi beklenebilir.

► İdeal BES'in iyileştirilmesi sürecinde sistemin ağırlıklı katılımcılarının milenyum (Y) kuşağı olduğu dikkate alınarak, onların ilgi, beklenti ve ihtiyaçlarına hitap edecek dijital altyapılı, seçenekler sunan, zorlayıcı olmayan, kısıtlamayan, kazandıran ürünlerin tasarlanması önerilmektedir.

► Katılımcılara BES ve OKS'nin girişinde sunulan başlangıç/standart fonlar yerine 20-29/30-39/40-47/48-56/56+ şeklinde sınıflandırılacak, ileri yaş gruplarında risk ağırlıkları giderek azalan "yaş grubu fonları"nın oluşturulması. 5 Temmuz 2019 tarihli Takasbank verilerine göre bu tür fonların oranı %13'dür. Özellikle OKS'de fonların katılımcılar veya işveren tarafından yönetilmediğine, başlangıçtan standart fona geçildiğine ilişkin tespit yaş grubu fonu önerimi desteklemektedir.

► Portföylerde para piyasası fon ağırlığının düşürülerek, hisse senedi ve altyapı fonu benzeri varlıklara yatırımın yönlendirilmesi. OECD 2019 raporu verilerine göre OECD ülkelerinde emeklilik varlıklarının ortalama %25.3'ü hisse senedi, %47.6'sı tahvil/bono yatırımdan oluşurken

bu oran ülkemizde sırası ile %11.7 ve %47.4'dür. Hazine ve SPK'nın düzenlemeleri ile standart fonun ve devlet katkı fonunun asgari yatırım oranının %10'a çıkarılması, sermaye piyasasının kurumsal yatırımcı tabanını geliştirici yönde pozitif bir adımdır. Nitekim 29 Mayıs 2019'daki düzenlemenin ardından toplam varlıklar içinde hisse senedi ağırlığı 5 Temmuz 2019 itibarıyla %13.6'ya yükselmiştir.

► 2017 yılında 6.6 milyon olan katılımcı sayısı günümüzde OKS'nin etkisi ile 11.8 milyon kişiye ulaşmıştır. Emeklilik şirketleri artan hacim ve katılımcı sayısını ağırlıklı olarak alternatif dağıtım kanallarına yatırım yapmışlardır. Bu sürecin devam etmesi, teknolojik çözümlerin müşteri memnuniyetini artırıcı, maliyetleri düşürücü yönde hayata geçirilmesi beklenmektedir.

3. Sonuç

OECD 2019 yılı istatistiklerine göre Türkiye'deki emeklilik varlıklarının GSYİH'ye oranı 2018 yılı sonunda %2.1 olarak gerçekleşmiştir. OECD ülkelerinde toplam varlıklar tutarı 27.6 trilyon dolara ulaşırken, ülkemizdeki varlıkların değeri 14.5 milyar dolar, BES reel getirisi %11.3 olarak gerçekleşmiştir. Geçtiğimiz yıl yaşanan kur hareketinin BES birikimlerini de dolar bazında olumsuz etkilediği gözlemlenmiştir. TSPB, TSB ve TKYD'nin ideal BES'in altyapısının oluşturulmasındaki çalışmaları sektörün gelişimine yönelik umut vericidir. Hazine ve SPK tarafından BES'in iyileştirilmesine yönelik olarak yapılan son düzenlemeleri yerinde ve olumlu buluyorum. Yapılacak olan yeni düzenlemelere, EGM tarafından yayımlanacak olan 2018 yılı EGM yıllık gelişim raporunun pek çok ipucu sağlayacağı görüşündeyim. Mevcut SGK sisteminde bireylerin hayat standardını korumak için ihtiyacı olan gelirin yalnızca yüzde

“2003 yılından itibaren üç faz halinde ilerleyen BES sisteminde “ince ayar” döneminin geldiğini düşünüyorum. Bu kapsamda politika yapıcılardan, düzenleyicilerden, üniversitelerden ve STK'lardan BES'in iyileştirilmesine yönelik önerilerinin derlenmesinde büyük fayda görüyorum.”

30'u sağlanabilmektedir. İdeal BES için bunun %65-70 oranına çıkması gerekmektedir. Bu durumda tamamlayıcı emeklilik olarak isimlendirilen ideal BES'den asgari SGK emeklilik maaşı kadar bir katkı beklenmektedir. Bunu sağlamak için de bireylerin tasarrufa ayırdığı tutarı kesinlikle artırması gerekmektedir. Ne kadar biriktirmesi gerektiği ve hangi yatırım araçlarında değerlendirilmesi konusunda “emeklilik planlaması” uzmanları katkı sağlayacaktır.

Kaynaklar:

Deloitte (2018). Bireysel Emeklilik Sektöründeki Beklentiler ve Trendler.

OECD, (2018). Pensions Outlook

OECD, (2019). Pension Funds in Figures - 2018.

Rudolph, Heinz, P. (2019). Pension Funds with Automatic Enrollment Schemes Lessons for Emerging Economies, World Bank Group, Policy Research Working Paper, WPS8726.

Ak Portföy Yeni Teknolojiler Fonu

Teknolojik gelişim baş döndürücü bir hızla ilerliyor. Teknoloji üreten, pazarlayan ve inovatif gücü elinde bulunduran şirketler görülmemiş hızla büyüyor. Bu sebeple teknolojik gelişime yatırım yapmak dünyanın geleceğine yatırım yapmak anlamına geliyor. Ak Portföy Yeni Teknolojiler Fonu, tasarruf sahiplerine, bu amaçla birebir örtüşen benzersiz bir imkan sunuyor.

Fon, dünyanın geleceğini temsil eden 20 küresel teknoloji şirketine, Türkiye'deki tüm bankalardan, herhangi bir alt limit olmadan, tek bir işlemle yatırım yapmanızı sağlıyor. Üstelik fon, söz konusu şirketlere eşit ağırlıklı olarak yatırım yaparak oldukça şeffaf bir yönetim stratejisi sunuyor. Diğer bir deyişle, Ak Portföy Yeni Teknolojiler Fonu'na yatırdığınız, her 100 TL'nin 5'er TL'si her bir şirkete eşit olarak dağıtılıyor. Böylece tasarruf sahibi, söz konusu 20 şirketin borsa performansı ve kar payı gelirlerine ortak oluyor, neye yatırım yaptığını biliyor ve eğilimleri takip edebiliyor. Bu özellikleriyle Yeni Teknolojiler Fonu, tüm hisse senedi yatırım fonları arasında en yüksek yatırımcı sayısına



ulaşırken çok hızlı bir büyüme gösterdi.

Fonun stratejisi oluşturulurken, ABD'den FAANG adıyla bilinen beş dev şirket (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) ile Uzak Doğu Asya'dan BATTIS olarak adlandırılan (BAIDU, AliBaba, Tencent, Taiwan Semiconductors, Samsung vb.) önemli markalara yer verildi. Ak Portföy olarak bu şirketlerin yanı sıra, Microsoft, SAP, Oracle, IBM, Cisco ile portföye dayanıklılık katmayı hedeflerken, ADOBE, Nvidia, Tesla ile yenilikçi büyümeyi fona dahil etmeyi hedefledik. Ek olarak Intel ve Qualcomm ile de gelecek teknolojilerin inşa edilmesinde kritik önemdeki şirketleri çeşitlemeye katmış olduk.

Teknoloji şirketleri her geçen gün daha da büyürken, yatırımcılara da kazanç sağlamaya devam ediyor. İsmi saydığımız şirketler son yıllarda oldukça başarılı bir performans gösterdi. Bu hisse senetlerinden oluşturulan sepet, 1 Şubat 2017 yılından 30 Haziran 2019 tarihine kadar yatırımcılarına TL bazında %92 oranında getiri sağladı. 2018'de Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nden "Getiri Şampiyonu" ödülünü alan fon, 2019 yılında da yaklaşık 400 adet TEFAS yatırım fonu arasında ilk beş içerisinde yer alıyor.

Bu portföy yapısı, geleceğin teknoloji eğilimlerinin tamamına dokunuyor ve daha tematik teknolojilerle de kesişiyor. Ayrıca portföy; Endüstri 4.0, Bulut Teknolojileri, Artırılmış Gerçeklik, Makine Öğrenmesi, Nesnelerin İnterneti, Blok Zincirleri, Büyük Veri, Robotik ve Sürücüsüz Arabalar gibi temalara yatırım imkanı sunan yapısıyla da, yatırımcının geleceği yakalayan bir tasarruf aracına sahip olmasını hedefliyor.

Geleceğin dünyasını şekillendiren bu şirketler; yeni teknolojilerde fırsat sunabilen küçük girişimleri satın alabilme, yeni pazarlara açılabilme, mevcut pazarlarını çevre ürünlerle daha iyi değerlendirme gibi avantajlar içeriyor.



TURKIYE SERMAYE PIYASALARI
KONGRESI

DÖNÜSÜM

19 - 20 KASIM 2019

sermayepiyasalarikongresi.org.tr



ÇSY (Sürdürülebilirlik) faktörlerinin Türkiye’de fon yönetiminde uygulanması

BNPP AM bir parçası olarak TEB Portföy Yönetimi “Sürdürülebilir Yatırım” konseptini içselleştirip kendi yatırım tercihlerini ÇSY kriterleri ışığında yeniden gözden geçirmeye, bu kriterleri kendi yatırım evrenini oluştururken ve tercih yaparken göz önüne almaya ve kriterlerine uymayan şirketlerle iletişime geçerek ÇSY ilkelerinin stratejilerinin bir parçası olması gerektiğine ikna etmeye (engagement) karar verdi.

BNP Paribas Asset Management (BNPP AM) aldığı bir karar ile dünya genelinde yönettiği tüm fonların ÇSY kriterlerine 2020 yılına kadar uyum

sağlaması gerekliliğini hayata geçirdi. Buna göre BNP Paribas Asset Management bünyesinde yönetilen ve BNP Paribas Asset Management ağı ile satılan tüm fonlarda yapılan yatırımların Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi (UN Global

Compact) kriterlerine uygunluğu esas alınırken, tartışmalı kitle imha silahları ya da asbest/amyant faaliyetinde bulunan şirketlere ya da ÇSY kriterlerine göre hassas kabul edilen sektörlerde sektör için ön görülen belirli standartların altında

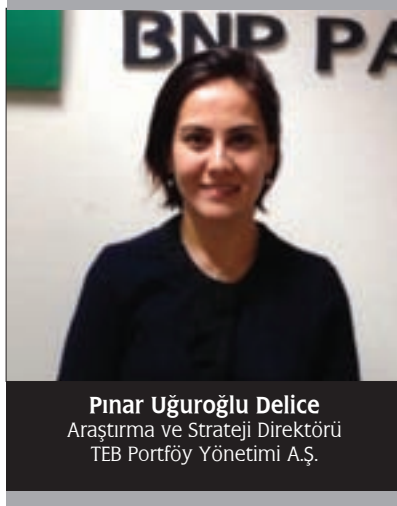
çalışan şirketlere yatırım yapılmaması şart koşuldu.

BM'nin Küresel ilkeler sözleşmesi dünya çapında şirketlerin kendi strateji ve operasyonlarını insan hakları, çalışma standartları ve çevre ve yolsuzlukla mücadele alanlarında "10 İlke"ye uyumlu hale getirilmesine teşvik eden en büyük kurumsal sürdürülebilirlik inisiyatifidir. Kısaca bu 10 ilke ile şirketler ve iş dünyasından beklentiler şöyle özetlenebilir (Kaynak: www.globalcompactturkiye.org).

İş dünyası:

- 1) insan haklarını desteklemeli ve haklara saygı duymalı,
- 2) insan hakları ihlallerinin suç ortamı olmamalı,
- 3) çalışanların sendikalaşma ve toplu müzakere özgürlüğü desteklenmeli,
- 4) zorla ve zorunlu işçi çalıştırma uygulamasına son vermeli,
- 5) her türlü çocuk işçi çalıştırılmasına son vermeli,
- 6) işe alım ve yerleştirmede ayrımcılığa son vermeli,
- 7) çevre sorunlarına karşı ihtiyatlı yaklaşımları desteklemeli,
- 8) çevresel sorumluluğu artıracak her tür faaliyet ve oluşuma destek vermeli,
- 9) çevre dostu teknolojilerin gelişmesini ve yaygınlaşmasını desteklemeli,
- 10) rüşvet ve haraç dahil her tür yolsuzlukla savaşmalı.

BNPP AM bir parçası olarak TEB Portföy Yönetimi de "Sürdürülebilir Yatırım" konseptini içselleştirip kendi yatırım tercihlerini ÇSY kriterleri ışığında yeniden gözden geçirmeye, bu kriterleri kendi yatırım evrenini oluştururken ve tercih yaparken göz önüne almaya ve kriterlerine uymayan şirketlerle iletişime geçerek ÇSY ilkelerinin stratejilerinin bir parçası olması gerektiğine ikna etmeye (engagement) karar verdi. Bizce,



Pınar Uğuroğlu Delice
Araştırma ve Strateji Direktörü
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

"Sürdürülebilir Yatırım" sayesinde, hem uzun vadede iş modelleri var olmaya devam edebilecek ve katma değer yaratacak şirketleri seçmek daha kolay olacak, hem de yatırımcıların değişen tercihleri sayesinde kısa vadede de benzerlerinden ayrışarak daha iyi bir performans gösterecek şirketlere yatırım yapmak daha karlı olacaktır. BNPP AM parçası olarak, ÇSY kriterlerini içselleştirerek hem sektöre öncülük ettiğimizi düşünüyor hem de esasen az araştırılan bir sektörde piyasa verimsizliklerinden etkin bir şekilde faydalanmayı hedefliyoruz.

Sürdürülebilirlik araştırması kapsamında benchmark/gösterge endeksimizde yer alan hisseler için BNPP AM bünyesinde yer alan "Sustainability Center" içinde geliştirilen niceliksel derecelendirmeyi baz alan bir skorlama sistemi, değerlendirmemizin ana noktasını oluşturuyor. Bu derecelendirme skalasında en kötü onluk dilimde kalan hisselere yatırım yapmamak stratejimizin ana parçalarından biridir. Gerek kamusal alana sağlanan bilgilerin eksikliği, gerekse başka sebepler yüzünden niceliksel derecelendirmede düşük not alan ya da BNPP AM

tarafından herhangi bir skorlama sürecine girmeyen şirketler için ise TEB Portföy olarak kendi niteliksel değerlendirmemizi yapmayı taahhüt ediyoruz. Kendi araştırmamız şirketlere belli konulardaki politikalarını sorup öğrenerek ÇSY kriterlerine ne kadar uyum sağladıklarını anlamaya yöneliktir. Örnek vermemiz gerekirse; şirketlerin etik konularla ilgili yazılı politikalarının olup olmadığı, bu politikaların denetlenmesinin nasıl yapıldığı ve aynı politikaların şirketlerin iş yaptığı değerler zincirindeki partnerleri kapsamında da benimsenip benimsenmediği; çocuk işçi/ mobbing ya da fırsat eşitliği konularında şirketin süregelen davalarının ya da şikayet merkezinin var olup olmadığı, yönetim kurulunda fırsat eşitliğini ve çok sesliliği destekleyip desteklemediği gibi yönetsel konular yanında; ürünlerin çevresel etkileri, şirketin küresel iklim anlaşması prensiplerini benimseyip benimsemediği, enerji verimliliği konusunda niteliksel raporların varlığı sorgulanırken, sosyal alanda toplumsal fırsat eşitliğini destekleyen politikaları ne kadar benimsediği, örneğin engelli çalışan oranı gibi konular şirketlerle iletişime geçerek bilgi edinilmesi gereken konular olarak öne çıkıyor.

Bunun yanı sıra TEB Portföy olarak, karbon emisyon salınımı konusunda yatırım yaptığımız şirketlerden oluşan kendi portföyümüzün gösterge endeksten daha düşük bir emisyon salınımı olacağına dair taahhütte bulunuyoruz. Bu kapsamda yatırım yaptığımız şirketlerden de karbon salınımını azaltmaya dair ne gibi girişimleri olduğunu da sorgulamayı amaçlıyoruz. Burada amacımız oldukça endişe verici hale gelen küresel ısınma olgusuna da finans sektörü olarak önem vererek, bu konuda şirketler eliyle yapılan inisiyatifleri desteklemektir.



Girişim Sermayesi Fonlarının Kurumsallaşmadaki Rolü ve Önemi

Ak Portföy GSYF, ihracata dönük, inovatif, yüksek büyüme potansiyeli olan KOBİ'lere doğrudan sermaye desteği sağlayarak ekonomi için kaynak yaratırken, aynı zamanda yatırım yapılan şirketlerin sermaye piyasaları ile tanışmasını sağlıyor ve bu şirketlerin kurumsallaşma süreçlerinin başlatılmasında etkin rol oynuyor.

Dünyada giderek daha fazla önem kazanan “Girişim Sermayesi Fonları” Türkiye’nin de odağında yer alıyor. Türk yatırımcısının dinamik, girişimci yapısı göz önüne alındığında, bu girişimlerin sermayelendirilmesine dayalı araçlarla sektörde SPK mevzuatına uygun ilk Girişim Sermayesi Fonunu kurduk. Ak Portföy GSYF, ihracata dönük, inovatif, yüksek büyüme potansiyeli olan KOBİ’lere doğrudan sermaye desteği sağlayarak ekonomi için kaynak yaratırken, aynı zamanda yatırım yapılan şirketlerin sermaye piyasaları ile tanışmasını sağlıyor ve bu şirketlerin kurumsallaşma süreçlerinin başlatılmasında etkin rol oynuyor.

Ak Portföy olarak, Fonun ortak olduğu şirketlerdeki kurumsallaşma sürecinin şirketlerin mevcut kurum kültürüne paralel olarak geliştirilmesi gerektiğine inanıyor ve uzun vadeli ele alınması gereken bu yönetim sistemini üç ana başlık altında topluyoruz:

► **Profesyonel Yönetim ve Organizasyon:** Yönetim ve organizasyon yapısının tanımlanması, süreçlerin bireylerden bağımsız olarak kayda alınması, yedekleme planlarının yapılarak sürekliliğin sağlanması, bağımsız denetim ve aylık raporlarla desteklenen bütçe disiplininin ve takibinin oluşturulması/oturtulması ve yetenekli işgücünün kazandırılması

► **İnsan Kaynakları:** Ücretlendirme, prim ve performans değerlendirme sistemlerinin adil ve şeffaf bir şekilde kurulması; işe alım ve sonraki aşamalarda kariyer planlamasına yönelik sistematik yaklaşımın oluşturulması

► **Altyapı:** Tüm bu süreçlerde ihtiyaç duyulan fiziksel ve teknolo-



Göktürk Işıkpınar
Genel Müdür Yardımcısı
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

jik alt yapının oluşturulması; entegre bir ERP sisteminin kurulması/oturtulması

► Her iki GSYF stratejimiz ileri ve orta aşamada pozitif faaliyet karı üreten yüksek büyüme potansiyeline sahip KOBİ’lere sermaye yatırımı yapmak olduğu için, ortalama 10-30 milyon TL civarında bir yatırım yaparak imtiyazlı azınlık payları almayı hedefliyoruz. İmtiyazlı azınlıkta, yönetim kuruluna üye seçme hakkı, önemli kararlarda veto hakkı gibi hakların yanı sıra çıkışı kolaylaştırıcı ek haklar da tahsis ediyoruz.

► Özellikle yönetim kurulunda atadığımız üye(ler) vasıtası ile şirketlere düzenli yönetim kurulu toplantıları yapma ve bu toplantılar için rapor üretme disiplini getiriyoruz. Ayrıca, halka açık bir şirket uygulaması doğrultusunda yılda iki bağımsız denetimi zorunlu tutarak, şirketlerin finansal düzenlerinin ve bunların raporlamasının belirli standartlara erişmesini teşvik ediyoruz.

► Kurumsallaşma sürecinde Ak Portföy olarak konusunda uzman danışmanlar ile çalışıyoruz. Türkiye’nin önde gelen büyük kurumlarında bu projeleri başarıyla gerçekleştirmiş danışmanlarımız ve

Ak Portföy kurumsal kültürünün getirdiği birikim ile şirketlerin bu süreci en iyi şekilde yürütmelerine katkı sağlıyoruz. Böylece Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, yaratılan sermaye desteği ve ek sinerjilerle büyüyen bu şirketlerin artan değerini fon sahiplerine yansıtmayı hedefliyoruz.

► Finansal disiplinin sağlanması ve raporlama konusunda ise tüm şirketlerimize hizmet veren, sektörde tecrübeli bir üst düzey CFO ile çalışıyoruz. Böylece şirketler, yönetilebilir maliyetlere, kaliteli bilgi ve deneyime erişme fırsatı yakalamış oluyorlar.

► Şirketlerin organizasyon yapılarının gözden geçirildiği, tüm çalışanlarına adil yaklaşan bir performans sisteminin oluşturulduğu, görev tanımlarının sadeleştirilerek belirlenildiği ve yeni pozisyonlara kurum kültürüne uygun profesyonellerin yerleştirildiği yeniden yapılandırma süreçlerinde de Ak Portföy olarak destek vermekteyiz. Bu doğrultuda ortaklarımız, danışman havuzumuzdan kendileriyle doğru sinerjiyi yakalayacak ekipleri tercih edebiliyor ve bu hizmete uygun bütçelerle erişebiliyorlar.

“ Özellikle yönetim kurulunda atadığımız üye(ler) vasıtası ile şirketlere düzenli yönetim kurulu toplantıları yapma ve bu toplantılar için rapor üretme disiplini getiriyoruz. ”

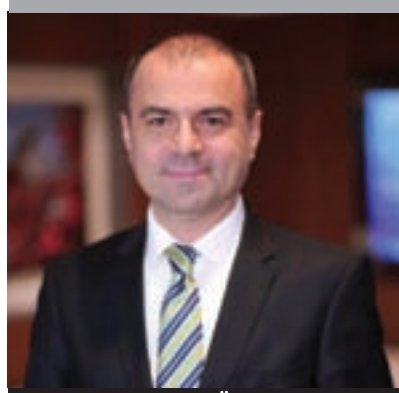


Gözler Merkez Bankalarının Kararlarında

Genel eğilim olarak Merkez Bankalarından faiz indirimleri beklense de, ne kadar indirim olacağı konusunda tüm piyasa katılımcıları her türlü olasılığa karşı tedbir alıyor.

İlk iki çeyrek yoğun bir gündeme sahne olurken, hem dünya hem Türkiye gündemi üçüncü çeyrekte daha da yoğun bir noktaya ulaştı. Daha önceki sayılarda altını çizdiğimiz Merkez Bankaları etkisi bu ay da son hızıyla devam ediyor. 25 Temmuz'da TCMB Para Piyasası Kurulu ve Avrupa Merkez Bankası yer alırken, 31 Temmuz'da FED'in faiz kararları merakla beklenecek. Genel eğilim olarak Merkez Bankalarından faiz indirimleri beklense de, ne kadar indirim olacağı konusunda tüm piyasa katılımcıları her türlü olasılığa karşı tedbir alıyor. Özellikle Avrupa Merkez Bankası Başkanı'nın değişecek olması ana politika değişikliği şeklinde algılanmasa bile, sürprizlerle dolu bir dönemin başlangıcı olabilir. Diğer yandan G-20 zirvesiyle birlikte Amerika ve Çin arasındaki gerilen ilişkilerin biraz daha ılımlı bir atmosfere girmiş olması, hem Merkez Bankaları ölçeğinde hem de piyasa katılımcıları ölçeğinde risk iştahını artırmak isteyen adımlar olarak okunabilir.

Yıla başlarken, Ticaret Savaşları gerginliğinin altın fiyatlarını yukarı taşıma potansiyeli üzerinde durmuştuk. Nitekim Ons Altın 1450 dolara kadar yükseldi ve talepte bir yavaşlama şimdilik görünmüyor. Öte yandan faiz indirimi beklentileri de, dünya ölçeğinde borsaları son dönemin en yüksek seviyelerine kadar çekti. Amerikan S&P 500 endeksinin lokomotif olduğu bu harekette, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülke endeksleri de yükseliş gösterdi. Temmuz ayının son günlerine kadar hem altında, hem de endekslerde volatilitenin yüksek olduğu günler görmeye



Erkan Ögeç
Yönetmen
Özel Fonlar ve Portföy Yönetimi
Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.

devam edeceğini varsayabiliriz. Temmuz ayı Türkiye açısından da yoğun geçecek. G-20 zirvesinde Amerika Başkanı Trump'ın Türkiye'nin S-400 alım süreciyle ilgili yaptığı açıklamalar ortamı bir süreliğine yumuşattı. Toplantı sonrasında içinde Türkiye, S-400 ve F-35 geçen cümleler piyasa katılımcıları tarafından her gün yeniden fiyatlanıyor. Daha önce hiç yaşanmamış bir durum olduğu için fiyatlamalar çok özenli yapılıyor. Bu sürecin her açıdan Kazan - Kazan seçeneğiyle sonuçlanmasını ümit ediyoruz. Haziran ayında İran Körfezi'nden gelen tanker ve torpido haberleriyle petrol fiyatlarında bir yükselme yaşandı. Ancak fiyatlar zaten çok düşük seviyede olduğu için bu yükseliş büyük tedirginlik yaratan bir hareket olmaktan uzak oldu. Bir kez daha görüldü ki, Amerika ve İran arasındaki uzak cephe petrol başlığı altında sıcak gelişmelere sahne olmaya devam ediyor. Petrol fiyatları, arz ve talep dengesi haberlerinden ziyade Körfez petrolünün dünya piyasalarına çıkış haberlerinden daha çok etkileniyor.

“ Petrol fiyatları, arz ve talep dengesi haberlerinden ziyade Körfez petrolünün dünya piyasalarına çıkış haberlerinden daha çok etkileniyor. ”

Özellikle Trump'ın attığı twitler sonrasında yüksek volatilitelere yaşanıyor. Amerika'nın karşı kampında Çin ve İran'dan gelen açıklamalarla, petrol fiyatları düştüğü yerlerde pek rahat bir seyir izlemeyecek gibi görünüyor. Yazının başında bahsettiğimiz Avrupa Merkez Bankası değişikliği ile IMF Başkanı Christine Lagarde'ın görevi devralması bekleniyor. Durumu daha ince detaylandırarak olursak, Lagarde'ın yapısal olarak para politikaları tecrübesinden ziyade IMF Başkanı olarak derin bir mali politikalar tecrübesi olduğunu söyleyebiliriz. Lagarde yönetimindeki Avrupa Merkez Bankası, daha önce yeterli ve doyurucu sonuçlar alınamayan parasal politikalar yerine odağını Lagarde'ın daha donanımlı olduğu mali politikalara çevirebilir. Lagarde, düşük enflasyonun ekonomik büyümeyi engelleyebileceğine inanıyor. Öte yandan Draghi'nin başlattığı QE programına da devam edeceği öngörülüyor. Bütün bu çizdiğimiz çerçeve ışığında, mali politikaları daha fazla öne çıkaran bir Avrupa Merkez Bankası ve karşı kıyıda da beklenenden daha sert bir faiz indirimi gerçekleştiren bir FED görürsek, her türlü finansal varlık için ilginç fiyatlamalara doğru giden bir üçüncü çeyrek yaşayabiliriz.

Yatırım ve Emeklilik Fonları Pazarında İkinci Çeyrek Görünümü

- İlk çeyrekte olduğu gibi ikinci çeyrekte de para piyasası ve kısa vadeli tahvil ve bono fonları en fazla büyüyen fon türü oldu ve yılbaşından beri 20,6 milyar TL büyüyerek, toplam 46,3 milyar TL'ye ulaştı.
- 2019 yılının ilk yarısında yatırım fonları pazarı son yılların en yüksek büyümesini yaşadı ve sadece geleneksel yatırım fonlarında toplam 23,8 milyar TL ile %58 büyüyerek Pazar 64,5 milyar TL'ye ulaştı.
- Bireysel emeklilik fonları pazarı yılın ilk yarısında %13 büyüme ile yaklaşık 100 milyar TL büyüklüğe ulaştı. Aynı dönemde Otomatik Katılım Sistemi fonları ise %36 büyüme ile toplam 6,3 milyar TL büyüklüğe ulaştı.

Yılın ilk yarısını geride bırakmışken küresel piyasaların büyüme endişeleri ile aldığı önlemleri takip ettik. İkinci çeyrekte hem FED hem de ECB'den yapılan son açıklamalar (FED bilanço küçülmesinin yavaşlaması, ECB'den LTRO operasyonları vs) piyasalar tarafından olumlu algılandı. Yurtiçi piyasalarda ise TCMB Nisan ayında yaptığı PPK toplantısında kısa vadeli faiz oranlarında bir değişikliğe gitmedi. Ancak "ince ayar" olarak nitelenebilecek bazı değişikliklerle piyasalarda likidite yönetimi değişiklikleri yapıldı. Ayrıca "enflasyon görünümünde belirgin iyileşme sağlanana kadar sıkı parasal duruşun korunması" mesajı verildi.

2019 yılının ilk yarısında yatırım fonları* pazarı son yılların en yüksek büyümesini yaşadı ve sadece geleneksel yatırım fonlarında toplam 23,8 milyar TL ile %58 büyüyerek Pazar 64,5 milyar TL'ye ulaştı. Bunun yanı sıra serbest fonlar %74 büyüme ile toplam 6,6 milyar TL'ye yükseldi. Girişim ve Gayrimenkul fonları ise sırasıyla 1,6 milyar TL ve 5,1 milyar TL



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

büyüklüğe ulaştılar. Tüm fon pazarı büyüklüğü ise 2018 yılı sonundaki 49,3 milyar TL seviyesinden 77,9 milyar TL'ye ulaştı.

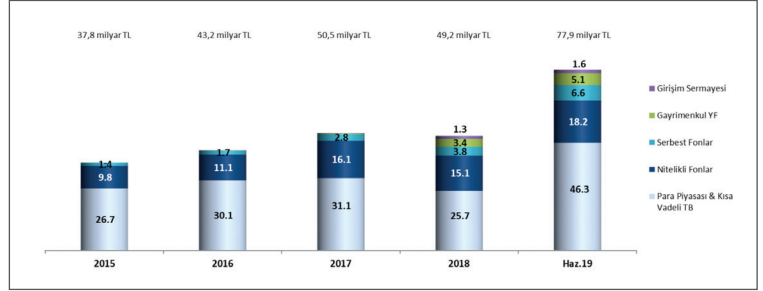
İlk çeyrekte olduğu gibi ikinci çeyrekte de para piyasası ve kısa vadeli tahvil ve bono fonları en fazla büyüyen fon türü oldu ve yılbaşından beri 20,6 milyar TL büyüyerek, toplam 46,3 milyar TL'ye ulaştı. 2015 yılından 2018 yılına kadar kademeli olarak ağırlığı %73 seviyelerinden %63'lere kadar düşen bu fon türleri, 2019'un ilk yarısında tekrar yükselecek %72'ye çıktı.

Belirli varlıkların ilk yarı değişimleri

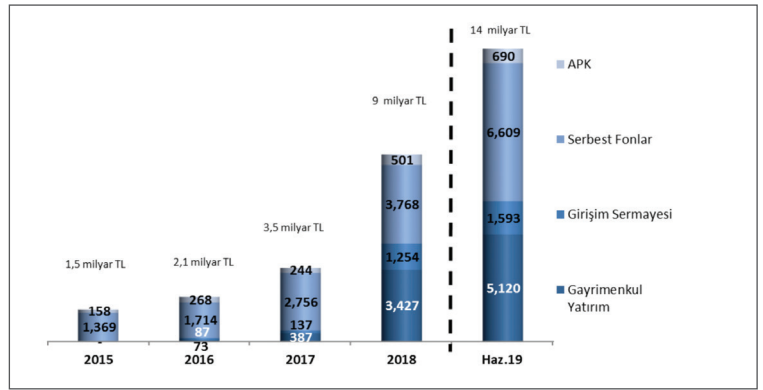
| | 31.12.2018 | 28.06.2019 | Değişim |
|-------------------------------|------------|------------|-------------|
| USD/TRY | 5.2877 | 5.7873 | 9.4% |
| EUR/TRY | 6.0524 | 6.5857 | 8.8% |
| TRY Sepet | 5.6737 | 6.1865 | 9.0% |
| EUR/USD | 1.1469 | 1.1368 | -0.9% |
| BİST 100 Endeksi | 91,270 | 96,485 | 5.7% |
| TL 2 Yıllık Gösterge Tahvil* | 18.84% | 18.90% | -6 baz puan |
| TL 10 Yıllık Gösterge Tahvil* | 15.83% | 16.20% | 37 baz puan |
| 10 Yıllık UST | 2.6910% | 2% | - |
| S&P 500 Endeksi | 2,507 | 2,942 | 17.3% |
| Nasdaq 100 Endeksi | 6,330 | 7,671 | 21.2% |
| Altın (USD/Ons) | 1,283 | 1,409 | 9.8% |

* Reuters Jenerik Endeksi verileridir.

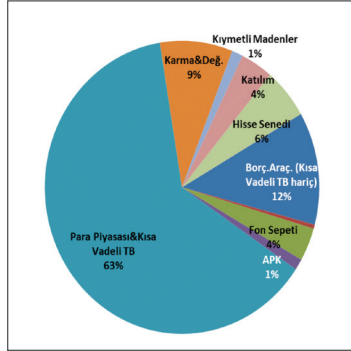
FON PAZARI GELİŞİMİ



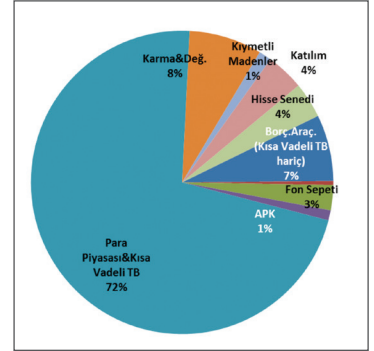
ALTERNATİF FONLAR DEĞİŞİMİ



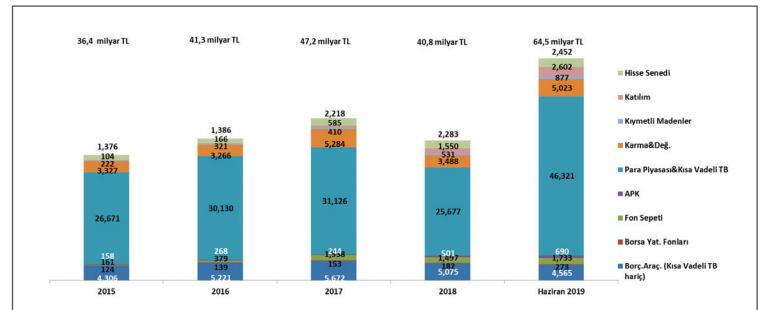
2018 yılı Tür Bazında Pazar Payı Dağılımı



Haziran 2019 Tür Bazında Pazar Payı



Yıllar İtibariyle Nitelikli Fonlar Tür Bazında



Diğer yandan nitelikli fonlar* olarak adlandırığımız valörlü yatırım fonları 2019 yılının ilk üç ayında nette 240 milyon TL büyürken, 2. yarıda girişlerin arttığını gözlemliyoruz. Yılbaşından beri nitelikli fonlara toplam 1,3 milyar TL giriş gerçekleşti ve toplam büyüklüğü iç büyümenin de etkisi ile 18,2 milyar TL'ye ulaştı. Alternatif fonlarda ise nette Serbest ve Girişim sermayesi fonları 2. Çeyrekte ilkinde göre daha yüksek talep görürken, Gayrimenkul fonlarına çok az giriş gerçekleşti. Serbest fonlara yılbaşından beri 2,2 milyar TL, Gayrimenkul fonlarına 1,4 milyar TL ve girişim sermayesi fonlarına ise 138 milyon TL net giriş oldu.

Nitelikli fonlara detaylı baktığımızda, 2. Çeyrekte Değişken fon türünde yüksek büyüme gerçekleştiği gözüküyor fakat bu türü detaylı incelediğimizde büyümenin tek bir fondan kaynaklandığı dikkat çekici. Diğer yandan ilk çeyrekte olduğu gibi Katılım fonları, kısa vadeli kira sertifikaları sayesinde büyümeye devam etti ve en fazla büyüyen 2. Fon türü oldu. Değişken fonlar yılbaşından beri nette 1 milyar TL ile 3,3 milyar TL büyüklüğe ulaşırken, Katılım fonları ise 877 milyon TL ile 2,6 milyar TL büyüklüğe ulaştı. İlk çeyrekteki büyümesini devam ettiren 3. Fon türü ise Kıymetli Madenler fonları oldu ve yılbaşından beri 200 milyon TL üzerinde giriş ile bu fon türü yaklaşık 900 milyon TL büyüklüğe ulaştı. Fon sepeti fonları da yılbaşından beri büyüyerek toplam 1,7 milyar TL büyüklüğe ulaştı.

İlk çeyrekte olduğu gibi Borçlanma Araçları ve Hisse Senedi fonları 2. Çeyrekte de küçülmeye devam ettiler. Özel Sektör Borçlanma Araçları fonları yılbaşından beri 760 milyon TL ve Kamu Dış Borçlanma Araçları (Euro-bond) fonları ise 270 milyon TL net çıkış yaşadı ve sırasıyla toplam büyüklükleri 1,4 milyar TL ve 2,3 milyar TL oldu. Piyasa gelişmelerine en duyarlı yatırımcıların aktif yatırım yaptığı Hisse Senedi fonlarındaki çıkışlar 2. Çeyrekte yavaşladı ve bu fon türü yılbaşından beri yaklaşık 200 milyon TL ile toplam 2,4 milyar TL oldu.

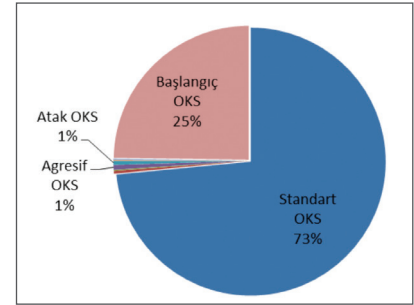
*Yatırım fonları toplamına, Serbest, Girişim ve Gayrimenkul fonları dahil değildir.

BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARI PAZARI

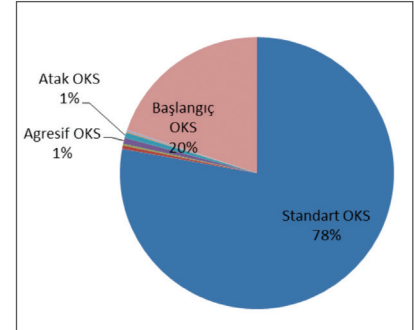
Bireysel emeklilik fonları pazarı yılın ilk yarısında %13 büyüme ile yaklaşık 100 milyar TL büyüklüğe ulaştı. Aynı dönemde Otomatik Katılım Sistemi fonları ise %36 büyüme ile toplam 6,3 milyar TL büyüklüğe ulaştı. Bu fon türleri iki çeyrekte de yaklaşık 800 milyon TL büyürken, Pazar ilk çeyrekte 2,6 milyar TL, ikinci çeyrekte ise 8,8 milyar TL büyüdü. Pazara nette 850 milyon TL giriş olurken, Otomatik katılım fonlarına ise toplam 1,2 milyar TL'si net giriş oldu. Yılbaşından beri en yüksek net giriş olan fon türü ilk çeyrekte de ilk sırada yer alan Altın fonları oldu ve 2,5 milyar TL net giriş ile %56 büyüyerek 11,8 milyar TL'ye ulaştılar. Toplam pazarın ise (OKS fonları hariç) %12'sini oluşturuyorlar. İkinci büyüme ise yıllardır çok talep gören Kamu Dış Borçlanma fonlarında gerçekleşti. Bu

fon türü nette 1,3 milyar TL giriş ile 13,2 milyar'a ulaştı. Bu iki fon türünden sonra nette büyüyen Katkı ve Likit fonlar ise toplamda sırasıyla 610 milyon TL ve 320 milyon TL büyüdü. Kamu İç Borçlanma (TL) fonları yılbaşından beri 1,7 milyar TL ile en fazla küçülen fon türü olmuşken, bu türü takiben yaklaşık 760 milyon TL ile Değişken ve 540 milyon TL ile Hisse fonları geliyor. 2012 yılı sonunda toplam pazarın yarısını oluşturan Kamu İç Borçlanma (TL) fon türü, yıllar itibariyle her sene Pazar payını azaltarak 2019 yılının ikinci yarısı itibariyle %11'e kadar geriledi. Standart fonlar yaklaşık 400 milyon TL çıkışı ile 7,6 milyar TL olurken, Dengeli (Esnek&Karma) fonlar ise 178 milyon TL çıkışıyla 2,9 milyar TL oldu.

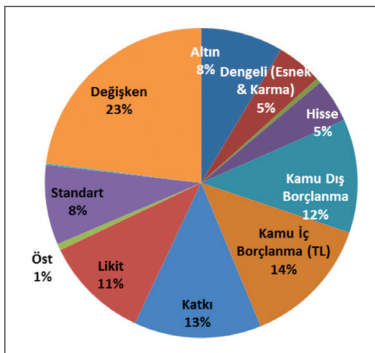
2018 Tür Bazında Otomatik Katılım Sistemi Fon Türü Dağılımı



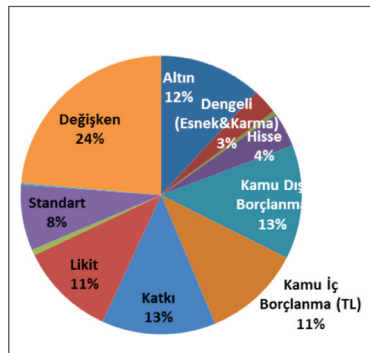
Haziran 2019 Tür Bazında Otomatik Katılım Sistemi Fon Türü Dağılımı



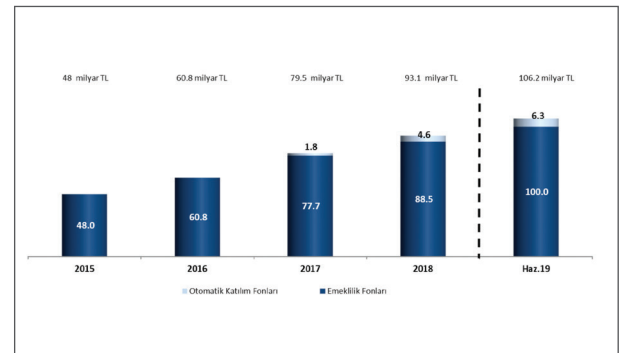
2018 Yılı İtibariyle Tür Bazında Pazar Payı



Haziran 2019 Tür Bazında Pazar Payı



Emeklilik Fonları Pazar Gelişimi (milyar TL)



*Bu analizde kullanılan finansal veriler Reuters, yatırım ve emeklilik fonları pazarı ile ilgili veriler ise Rasyonet data sağlayıcıları tarafından sağlanmıştır.

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

4 Eylül 2019 Çarşamba

ALFI TA& Asset Servicing Forum Asia, <https://events.alfi.lu/ta-forum-asia/>

9 Eylül 2019 Pazartesi

Robo Investing, Londra <https://finance.knect365.com/robo-investing/>

10 Eylül 2019 Salı

Jersey Finance Annual London Funds Conference, <https://www.jerseyfinance.je/events/jersey-finance-annual-london-funds-conference/>

11 Eylül 2019 Çarşamba

18th Annual European Investment Roundtable, <https://www.iiconferences.com/Institutional-Investor-Forums/European-Investment-Roundtable>

12 Eylül 2019 Perşembe

OECD Global Blockchain Policy Forum 2019, Paris <http://www.oecd.org/finance/OECD-Global-Blockchain-Policy-Forum-2019-Agenda.pdf>

17 Eylül 2019 Salı

InvestOps Europe 2019, <https://clearingsettlement.wbresearch.com/>

18 Eylül 2019 Çarşamba

Sustainable Returns: ESG Investing, <https://www.iiconferences.com/Institutional-Investor-Forums/Sustainable>Returns-ESG-Investing>

23 Eylül 2019 Pazartesi

Sibos, Londra <https://www.sibos.com/>

24 Eylül 2019 Salı

ALFI Global Distribution Conference, Lüksemburg <https://events.alfi.lu/global-distribution-conference/>



2 Ekim 2019 Çarşamba

GIIN Investor Forum, <https://theqiin.org/giin-investor-forum-2019>

7 Ekim 2019 Pazartesi

Inside ETFs Europe, <https://finance.knect365.com/inside-etfs-europe/>

8 Ekim 2019 Salı

Capital Markets Innovation Summit, <https://capitalmarkets.wbresearch.com/>

14 Ekim 2019 Pazartesi

FundForum Asia, <https://finance.knect365.com/fundforumasia/>

16 Ekim 2019 Çarşamba

Third Sustainability Summit, <https://events.economist.com/events-conferences/emea/third-sustainability-summit/>

21 Ekim 2019 Pazartesi

Network Forum Middle East, <https://www.thenetworkforum.net/middleeast2019>

29 Ekim 2019 Salı

Forum on Green Finance and Investment, Paris <http://www.oecd.org/cgfi/forum/>



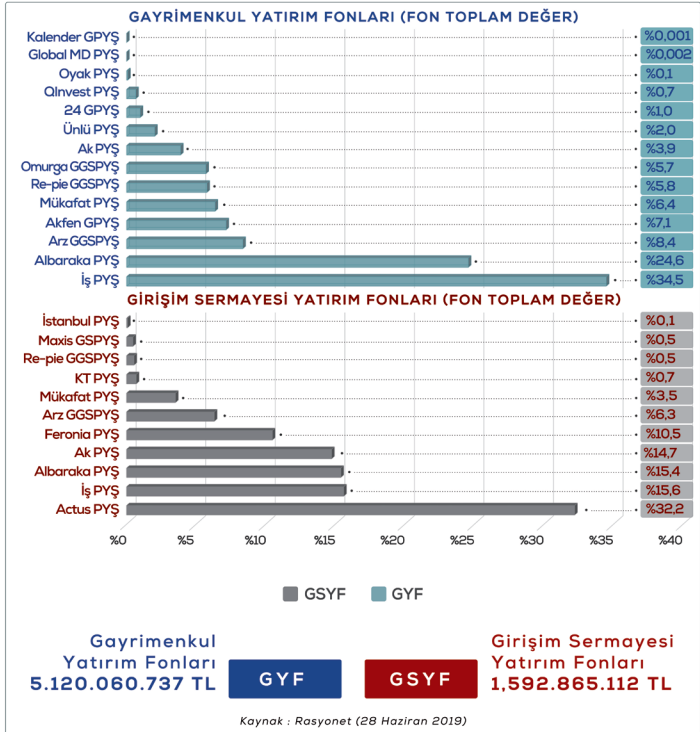
ALTERNATİF YATIRIM FONLARI BÜLTENİ Temmuz 2019

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



Türkiye'de alternatif yatırım fonu Pazar büyüklüğü 2019 yılı 2. Çeyrek sonu itibari ile 6.7 milyar TL. seviyesine ulaşmıştır.

ALTERNATİF YATIRIM FON PAZAR PAYLARI



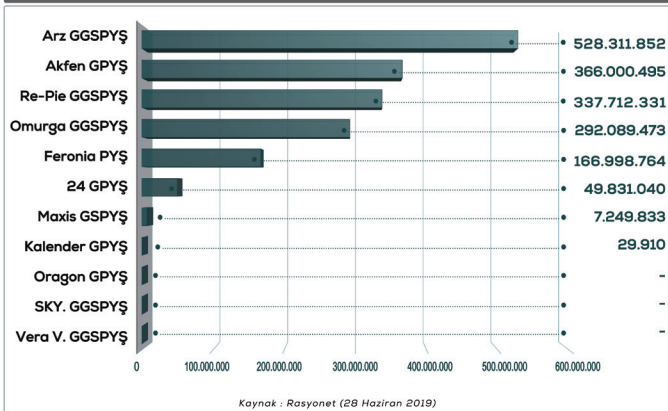
Alternatif Yatırım Fonları:

2019 yılı 2. Çeyrek sonu itibari ile sadece alternatif yatırım fonları olan Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonu kurmak üzere SPK tarafından yetkilendirilmiş 12 portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Bu şirketlerden 4 tanesi sadece Gayrimenkul Yatırım Fonu kurmak üzere, 2 tanesi sadece Girişim Sermayesi Yatırım Fonu kurmak üzere ve 6 tanesi her iki türde alternatif yatırım fonu kurmak üzere yetkilendirilmiş portföy yönetim şirketleridir.

Gayrimenkul Yatırım Fonları:

İhraç dönemi devam eden ve ilk defa yatırım almış olan fonlar da dahil olmak üzere toplam 37 gayrimenkul fonu yatırım almıştır. 2019 yılı 2. Çeyrek içerisinde SPK tarafından 4 yeni gayrimenkul yatırım fonuna kuruluş izni verilirken 1 mevcut gayrimenkul yatırım fonunun da tasfiyesi onaylanmıştır. Fon büyüklüğü 10milyon TL seviyesinin üzerinde olan fon sayısı 23'e ulaşmıştır. 2016 yılında ihraç edilen 2 fon, 2017 yılında ihraç edilen 7 fon, 2018 yılında ihraç edilen 10 fon ve 2019 yılının ilk iki çeyreği içinde ihraç edilen 2 fon 10 milyon TL fon büyüklüğünü geçmiştir.

ALTERNATİF PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNİN YÖNETTİKLERİ VARLIK DEĞERİ



| | | GYF | GSYF |
|------------------|--|-----|------|
| 24 GPYŞ | | ✓ | |
| AKFEN GPYŞ | | ✓ | |
| ARZ GGSPYŞ | | ✓ | ✓ |
| FERONIA GGSPYŞ | | | ✓ |
| KALENDER GPYŞ | | ✓ | |
| KIZILAY GGSPYŞ | | ✓ | ✓ |
| MAXIS GSPYŞ | | | ✓ |
| OMURGA GGSPYŞ | | ✓ | ✓ |
| ORAGON GPYŞ | | ✓ | |
| RE-PIE GGSPYŞ | | ✓ | ✓ |
| VENTURE V.GGSPYŞ | | ✓ | ✓ |
| SKY GGSPYŞ | | ✓ | ✓ |

Kaynak : Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)

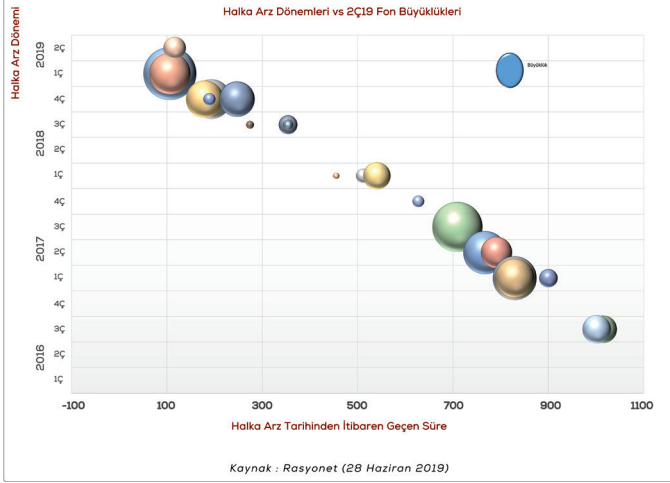
| FON'un KURUCUSU | KURULAN GYF SAYISI & GYF' ler |
|-----------------|---|
| 24 GPYŞ | 7 A1; Altın Başak; Al-Zamil; İkinci Al-Zamil; Plan B; Portakal Çiçeği; Primo |
| Ak PYŞ | 3 Birinci; İkinci; Üçüncü |
| Akfen GPYŞ | 1 Birinci |
| Albaraka PYŞ | 4 Batışehir; Dükkan; Metropol; One Tower |
| Arz GGSPYŞ | 3 Birinci; İkinci; Üçüncü |
| Aura PYŞ | 1 Konut Alfa |
| Fiba PYŞ | 1 Re-pie |
| Global MD PYŞ | 1 Torkam 42.Cadde Ticari |
| İş PYŞ | 4 Birinci; Quasar İstanbul Konut; Quasar İstanbul Konut Katılım; Quasar İstanbul Ticari |
| Kalender GPYŞ | 2 KL-1 Trakya; Konutfon |
| Logos PYŞ | 1 Birinci |
| Mükafat PYŞ | 2 Ataşehir Metropol; Birinci Akaryakıt Sektörü |
| Omurga GGSPYŞ | 2 Ufuk Karma; İkinci |
| Oyak PYŞ | 1 Birinci |
| Qinvest PYŞ | 1 Re-pie |
| Re-pie GGSPYŞ | 8 Anadolu; Avrasya; Avrupa; Maslak 1453; Milenyum; Novada Urfa; Asya; Neva |
| Ünlü PYŞ | 2 Birinci; İkinci |
| Vera V.GGSPYŞ | 1 Fırsat |
| Ziraat PYŞ | 2 Mesa; Markalı |

Kaynak : (SPK) Sermaye Piyasası Kurulu

ALTERNATİF FONLAR

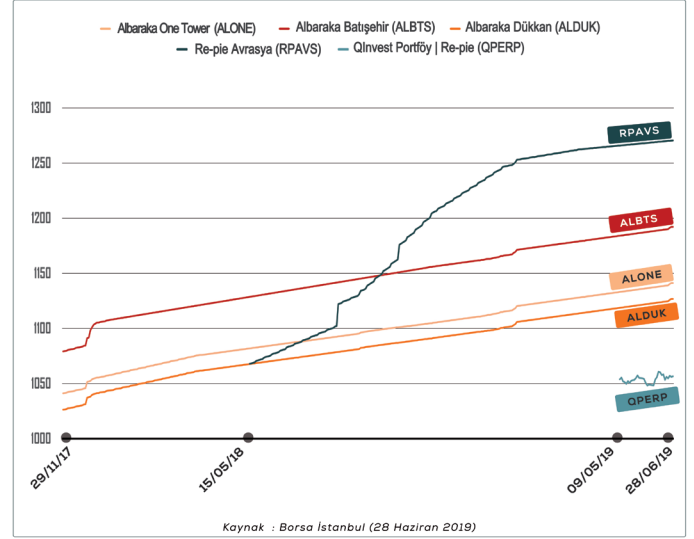
Aşağıdaki tabloda stratejilerine göre gayrimenkul yatırım fonlarının dağılımları yer almaktadır :

İHRAÇ DÖNEMİ BAŞLANGIÇ TARİHLERİNE GÖRE FON BÜYÜKLÜKLERİNİN KARŞILAŞTIRMASI

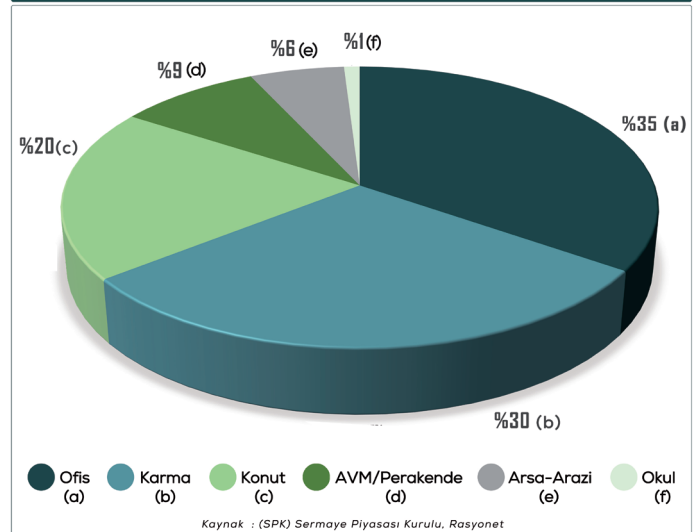


Borsa İstanbul Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım fonu sayısı geçtiğimiz 3 aylık döneme göre 1 adet artarak 6'ya ulaşmıştır. Qinvest Portföy Yönetimi'nin kurucusu, Re-Pie Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi'nin yöneticisi olduğu Qinvest Re-Pie Gayrimenkul Yatırım Fonu (QPERP) 9 Mayıs tarihinde işlem görmeye başlamıştır. NYİP'te işlem gören diğer gayrimenkul yatırım fonları Re-Pie Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi'nin kurucusu olduğu Avrasya Stratejik GYF (RPAVS) ve Albaraka Portföy Yönetimi'nin kurucusu olduğu Batışehir GYF (ALBTS), Dükkan GYF (ALDUK), One Tower GYF (ALONE) ve Mükafat Portföy Yönetimi'nin kurucusu olduğu Ataşehir Metropol GYF'dir. Fonların borsa fiyatlarının değişimleri aşağıda gösterilmiştir:

BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN GYF PERFORMANSLARI GRAFİĞİ



GYF YATIRIM DAĞILIMI



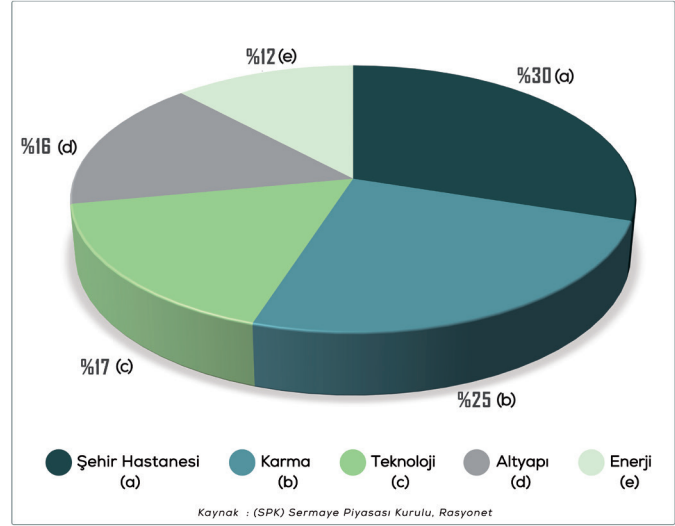
Girişim Sermayesi Yatırım Fonları:

2019 yılı 2. Çeyrek itibari ile yatırım almış 16 girişim sermayesi yatırım fonu bulunmakta olup toplam GSYF fon büyüklüğü 1.6 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemde ihraca başlayan diğer fon stratejileri arasında karma strateji, teknoloji ve yenilenebilir enerji sektörleri yer almaktadır.

| FON'un KURUCUSU | KURULAN GSYF SAYISI & GSYF' ler |
|---------------------|---|
| Actus PYŞ | 3 Gaziantep Ent.Sağ.Kamp.; Logo Ventures; Greenone Yen.Enerji |
| Ak PYŞ | 2 Birinci; İkinci |
| Albaraka PYŞ | 2 Fintech; Enerji |
| Arz GGSPYŞ | 3 Birinci; İkinci; Üçüncü |
| Azimet PYŞ | 1 Sinema TV |
| Feronia GSPYŞ | 1 Yenilenebilir Enerji Birinci |
| Gedik PYŞ | 1 Birinci |
| Global MD PYŞ | 3 Acalis; Venture Chemical Tankers; Turk Holding |
| Investrade PYŞ | 1 Birinci |
| İstanbul PYŞ | 2 Bosphorist; SGF Sağlık Turizm ve Sanayisi |
| İş PYŞ | 1 Altyapı |
| KT PYŞ | 5 Teknogirişim; Green Power En.; Miraj En.; KOBİ; Turkapital |
| Maqasid PYŞ | 1 Birinci Lojistik |
| Maxis GSPYŞ | 2 Yenilikçi Girişim Sermayesi; Atlas I |
| Mükafat PYŞ | 4 Buket; Birinci KOBİ; Patent; Yaprak Yenilenebilir Enerji |
| Omurga GGSPYŞ | 1 Şirket Ortağım |
| Oyak PYŞ | 1 Birinci |
| Qinvest PYŞ | 1 Cam Birinci |
| Re-pie GGSPYŞ | 2 Teknoloji; Getir |
| TVF Yön A.Ş. | 1 BİST |
| Vera Venture GGSPYŞ | 3 Fırsat; Inovatif Teknolojiler; Next PropTech |

Kaynak : (SPK) Sermaye Piyasası Kurulu

GSYF YATIRIM DAĞILIMI





Girişim Sermayesi Fonlarında Risk Yönetimi Ölçüm Modelleri ve EVCA Standartlarının Uygulanmasının Yabancı Sermaye Çekmedeki Önemi

Küresel girişim sermayesi piyasalarında yaşanan gelişmelere paralel olarak yatırım yapılan şirketlere ilişkin risklerin ölçülmesi ve yönetilmesi önem kazanıyor.



Dr. Özge Yürükoğlu
Projeler Koordinatörü
RiskActive



Dr. Barış Akçay
Partner
RiskActive



Prof. Dr. Yaman Ömer Erzurumlu
Danışman

Dünya çapında girişim sermayesi yatırımları 2018 yılında 254 milyar dolar ile tüm zamanların en yüksek düzeyine ulaştı. Tutaral anlamda ulaşılan bu seviyeye karşın yatırım yapılan iş/proje adedi 2017 yılından daha düşüktü. Bunun sonucu olarak da 2018'de yatırım başına düşen tutarda ciddi bir artış görüldü. Ancak, yayınlanan istatistikler incelendiğinde, ilk defa girişim sermayesi (çekirdek finansmanı ve başlangıç finansmanı) alacak şirketlere yapılan yatırımlarda azalma olduğu ve ikinci üçüncü defa (büyüme finansmanı ve köprü ya da destek finansmanı) girişim sermayesi sağlanan şirketlerde artış olduğu tespit ediliyor. Bir anlamda girişim sermayedarları aşırı riskten kaçınan bir tutum içine girmekte ve riski ölçmek ve yönetmek istemektedir.

KPMG'nin 2019 raporuna göre, 2018 son çeyrek rakamları 64.4 milyar dolar ve 3.000'den fazla yatırım yapıldığını göstermekte iken, 2017 yılında toplam 15.000'den fazla

yatırım yapıldı. Küresel piyasalar incelendiğinde, Güney Amerika'da girişim sermayesi yatırımlarında ciddi artış olmakla birlikte Asya ve Avrupa'da yatay bir seyir yaşandı. Yatırımlar, çekirdek ve başlangıç finansmanlarından büyüme finansmanı ve köprü ya da destek finansmanına doğru kayıyor. Sermaye tarafında yaşanan artışın benzeri girişimci adayların sayısında görünmemekte ki bu durum küresel girişimcilik ekosisteminde bütün iş alanlarında rekabeti arttırmakta.

Girişim sermayedarlarında gözlemlenen risk kaygısı, 2017 yılında yaşanan 300 milyar dolardan fazla yatırım çıkışının ana sebepleri arasındadır. Yatırımcılar açısından yatırım yapılan şirket kaynaklı riskler kadar makro riskler ve politik riskler de önemli risk türleridir. Küresel girişim sermayesi piyasalarında yaşanan gelişmelere paralel olarak yatırım yapılan şirketlere ilişkin risklerin ölçülmesi ve yönetilmesi önem kazanıyor. Bu amaçla kullanılan modellerin etkin ve açıklanabilir olması sermayedarlar açısından önemli bir konudur.

Sermayedarlar ve diğer piyasa oyuncularının Avrupa'da bir araya gelmesi ile EVCA (Invest Europe: The Voice of Private Capital) kurulmuştur. EVCA üyeleri uzun vadeli yatırım perspektifi ile yatırım yapılan şirketlere sadece sermaye değil aynı zamanda dinamizm, inovasyon ve deneyim katmayı da hedeflemektedir. Aynı zamanda, Avrupa genelinde girişim sermayesi yatırımları açısından önem arz eden politika ve yönetsel alt yapıların oluşturulmasında yapıcı bir rol üstlenmektedir. Yapılan çalışmaların ana amaçları arasında hesap verilebilirlik, iyi yönetim ve şeffaflık kavramlarının sektör standardı haline gelmesi yer alıyor.

Son yıllarda girişim sermayesi yatırımcıları için yazılım, ilaç ve biyoteknoloji yükselen sektörler konumunda. Peki yeni akan sermayeden hangi sektör aslan payını aldı? 2018 yılında yazılım sektörüne 100 milyar dolardan fazla yatırım yapılırken, ilaç ve biyoteknoloji sektörlerine 2017'de yapılan yatırım tutarı 16.85 milyar dolar ve 2018'de 23 milyar dolar oldu. Girişim sermayesi açısından cazip olan diğer sektör-

RİSK YÖNETİMİ



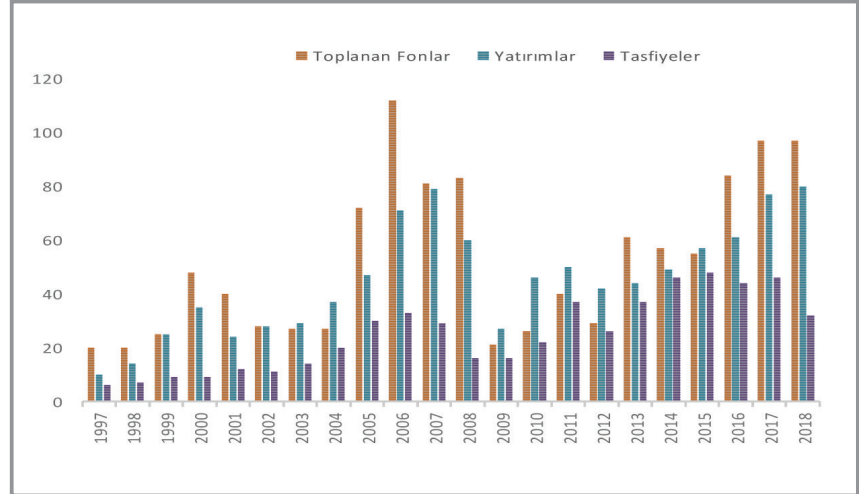
Kaynak: startupwatch.com 2019

11.7 milyon dolar Fintech şirketlerine yatırım amacıyla verilirken, 10.9 milyon dolar ile en büyük yatırımı SaaS aldı. Türkiye yapılan 100 yatırım ile Avrupa'da 21. sırada yer aldı. Ancak, genel ekonomik şartlara da paralel olarak satınalmalar ve ikincil işlemlerde 2018'de rekor kırıldı. 2018'de bu şekilde yapılan yatırımların tutarı 1.4 milyar dolar ile 2015 yılının iki katından daha yüksek bir seviyeye ulaştı.

lerin yapay zeka, ulaşım ve sağlık olduğu görülmektedir. Son yıllarda yatırımcıların daha seçici ve daha takipçi olmalarına karşın milyar dolarlık yatırımların sayısı artıyor. Ant Financial (techfin şirketi) 14 milyar dolar ve Juul (elektronik sigara şirketi) 12.8 milyar dolar tutarlarında yatırım alan şirketler arasında yer aldı. Girişimcilerin de değişen piyasa koşulları sonucunda iş planlarını, projeksiyonlarını ve risklerini daha iyi analiz edebilir ve ortaya koyabilir olması gerekmektedir.

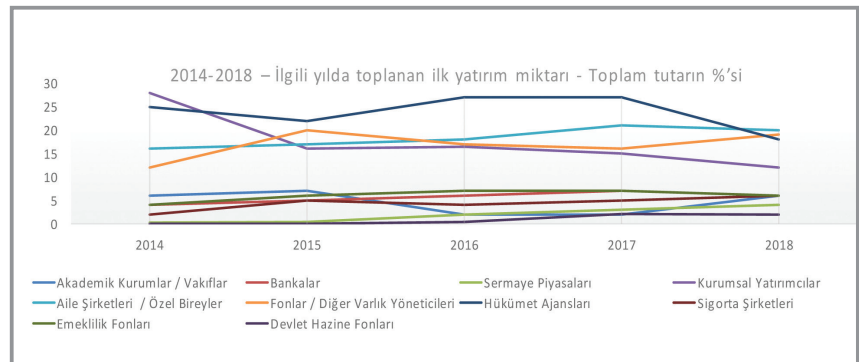
Küresel piyasalardaki girişim sermayesindeki trendler incelendiğinde Güney Amerika içerisinde Brezilya, Kolombiya, Meksika öne çıkarken, Asya'da Hindistan, Malezya, Endonezya önde gelmektedir. Ülkemiz açısından değerlendirildiğinde, Türkiye'nin de olduğu bu pazarlarda getiri beklentisinin arttığı gözlemlenmektedir.

Dünyada 2018 yılında girişim sermayesi yatırım tutarlarında artış olmasına karşın Türkiye'de 2017 yılına göre yavaşlama yaşandı. 2017'de 110.5 milyon dolar olan yatırım tutarı, 2018'de 59.2 milyon dolara geriledi (startupwatch). Genel ekonomideki yavaşlamanın bu azalmada payı büyük oldu. 2018'de



1997-2018 - Endüstri İstatistikleri - Tutar: Genel Durum - Girişim Sermayesi - Fon Toplama, Yatırımlar & Tasfiyeler

Kaynak: Invest Europe & EDC 2018 European Private Equity Activity Report



Girişim Sermayesi - Yatırımcı Türüne Göre Çekilen Yatırım

Kaynak: Invest Europe & EDC 2018 European Private Equity Activity Report

Girişim sermayesi fonlarında yatırımcılar açısından en önemli konu, yatırım yapılan şirket nedeniyle maruz kalınan riskin ölçülmesi ve yönetilmesidir. Literatüre baktığımızda yatırım yapılan şirkete ilişkin riskin ölçülmesinde üç yöntem öne çıkmaktadır: benzer özelliklere sahip halka açık şirket veya şirketlerle kıyaslama, şirketin tahmini nakit akışlarını kullanma ve net varlık değerini baz alan zaman serisi yaklaşımı. Nakit akış yöntemi ve net varlık değerini baz alan zaman serisi yöntemi EVCA tarafından ortaya konulan yöntemlerdir. Sermayedarlar açısından risk ölçümünün etkinliği ve farklı yatırımların birbirleri ile karşılaştırılması aşamasında yapılan risk hesaplamalarının önem kazanması nedeniyle, özellikle yurtdışından yatırımcı bulmak isteyen girişim sermayesi fon yöneticileri açısından EVCA tarafından tanımlanan yöntemlerin uygulanması daha da önemlidir.

Yatırım Yapılan Şirkete İlişkin Riskin Ölçülme Yöntemleri

1- Benzer özelliklere sahip şirketlerle kıyaslama yöntemi:

Yatırım yapılan girişim sermayesi şirketleri halka açık şirketler olmadığından ve günlük olarak şirkete ilişkin fiyat oluşmadığından, bu yatırımların riskini ölçmek için benzer özelliklere sahip halka açık şirketlerden oluşturulan endeksler veya borsa endekleri kıyaslama amacıyla kullanılmaktadır. Yöntem, kıyaslama amacıyla kullanılan şirket veya endeks değişimlerinin yatırım yapılan şirket için de geçerli olacağı varsayımı altında risk hesaplaması yaptığından, doğru şirket ve endekslerin belirlenmesi etkin risk ölçümü için kritik öneme sahiptir.

Hesaplama şekli ve data sağlanması kolay olduğundan, ülkemizde girişim sermayesi fonlarının riskinin ölçülmesinde en sık kullanılan yöntem

olmasına karşın yatırım yapılan şirketin tüm özellikleri risk hesaplamasına etkin bir şekilde yansıtılmamaktadır.

2- Net varlık değerini baz alan zaman serisi yöntemi:

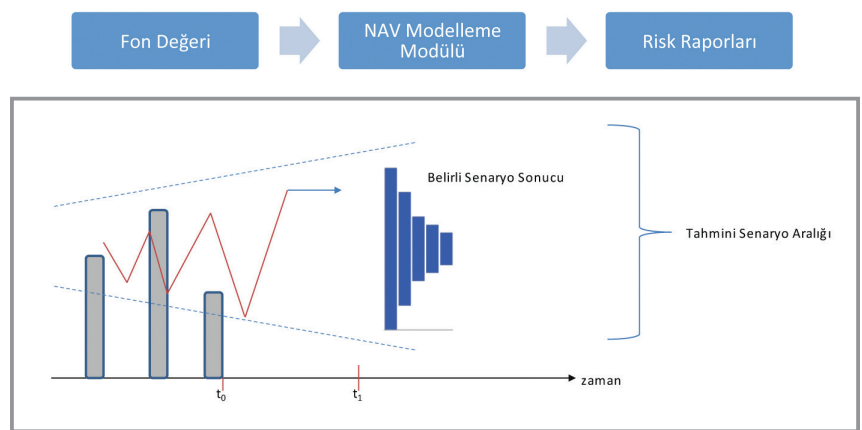
Net varlık değerini (NAV) baz alan zaman serisi temelli modeller, girişim sermayesi yatırımlarındaki risklerin temel olarak fonun net varlık değer dizilerinin volatilitesi ile temsil edildiğini varsaymaktadır. Volatilité, kote edilmiş endekslere veya piyasada mevcut olan diğer girişim sermayelerine göre farklı zaman aralıklarında raporlanan getirileri ölçerek tahmin edilir.

NAV zaman serilerinden elde edilen dönüşlerin hesaplamaları modifiye edilmiş Dietz formülüne dayanmaktadır. V_{-1} e dönem sonu V_0 a dönem başı girişimin değeri dersek ve dönem içindeki nakit akışını gerçekleştirdiği zamana göre ağırlıklandırarsak, dönemsel getiriyi aşağıdaki şekilde ifade edebiliriz:

$$r_{ModDietz} = \frac{V_1 - V_0 - NA}{V_0 + \sum_{i=1}^n (NA_i \times w_i)}$$

Kaynak: CFA 2018

“Sermayedarlar açısından risk ölçümünün etkinliği ve farklı yatırımların birbirleri ile karşılaştırılması aşamasında yapılan risk hesaplamalarının önem kazanması nedeniyle, özellikle yurtdışından yatırımcı bulmak isteyen girişim sermayesi fon yöneticileri açısından EVCA tarafından tanımlanan yöntemlerin uygulanması daha da önemlidir.”



Kaynak: EVCA Risk Measurement Guidelines 2013

NAV Modelleme Modülü içerisinde kullanılan modellerden bazıları:

- ▶ Simple Exponential Smoothing
- ▶ Double Exponential Smoothing
- ▶ Winter's Method
- ▶ Dratic Trend Model
- ▶ AR/ARIMA Models
- ▶ ARIMA Models

NAV zaman serisi tabanlı modeller, oldukça basit ve uygulanmalarının kolay olduğunun düşünülmesine karşın bir çok dezavantaja sahiptir.

- ▶ Fonun gelecekteki gelişimini nispeten kısa bir tarihe dayanarak yansıtmaya çalışır.
- ▶ NAV tabanlı modeller, bir fonun çekilmemiş taahhütlerinin gelecekteki kullanımı, gelecekteki yönetim ücretleri ve fon yöneticisinin katma değeri gibi parametreleri dikkate almadığı için etkinliği özellikle yeni fonların portföylerinde az olabilmektedir.
- ▶ Model sistematik önyargıları filtreleyememektedir.

EVCA tarafından ortaya konan bu yöntemin Türkiye piyasalarında uygulanması, kote edilen girişim sermayesi fonların oldukça az olması nedeniyle istenilen ölçüde etkin sonuçlar üretememektedir. Bu yöntem daha çok derin fon piyasaları olan ülkelerde kullanıma uygundur.

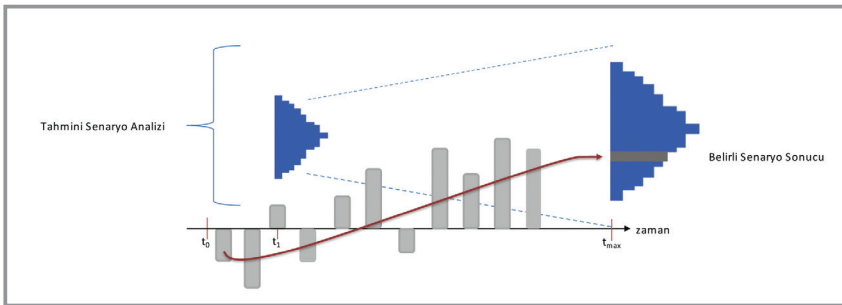
3. Nakit akış yöntemi:

Nakit akış yöntemi, kurumsal finansmanda şirket değerlendirme için kullanılan iskontolu nakit akışı analizine benzerdir. Nakit akış tabanlı modeller girişim sermayesi fonlarına yatırım yaparken çeşitli riskleri ölçmek için kullanılabilir. Model, farklı senaryolar altında yatırımların net bugünkü değerini (NPV) üretmek için kullanılan nakit akışı projeksiyonlarına dayanmaktadır. Nakit akışları, gelecekteki nakit akışlarındaki doğal riski (kur ve faiz oranı gibi) ölçen riske göre düzeltilmiş oranlar kullanılarak iskonto edilir.

Bu yöntemde fonun net bugünkü değeri, yatırım ömrünün sonuna kadar her dönem için hesaplanmaktadır. Her dönem için yıllık mevcut değeri elde etmek için, net bugünkü değer gerçekleşen nakit akışlara göre güncellenmesi gerekmektedir.

Aşağıda yer alan formül ile hesaplanmaktadır;

$$NPV_k = \sum_{t=k}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \pm \sum_{t=0}^k CF_t \times (1+r)^t$$



Kaynak: EVCA Risk Measurement Guidelines 2013

“Girişim sermayesi fonlarında yatırımcılar açısından en önemli konu, yatırım yapılan şirket nedeniyle maruz kalınan riskin ölçülmesi ve yönetilmesidir.”

Bu yöntemin etkin bir şekilde kullanılabilmesi için yatırım yapılan şirkete ilişkin tüm nakit akış ve projeksiyon bilgilerinin zamanında doğru bir şekilde alınması gerekmektedir. Şirketin mevcut değeri ile farklı senaryolar altında risk bazlı hesaplanan değeri arasındaki fark, girişim sermayesi fonunun maruz kaldığı zarar olasılığını göstermektedir. Bu yöntem aynı zamanda risk noktalarının belirlenmesini kolaylaştırdığından riskin yönetilmesini de kolaylaştırmaktadır. Ancak, diğer yöntemlere göre daha veri odaklı olduğundan, yatırım yapılan şirket ile güncel veri transferini mümkün kılan bir alt yapı oluşturulması gerekmektedir. Aynı zamanda nakit akışlarının iskontolandırılmasında kullanılacak olan verim eğrisi oldukça önemlidir. Bu nedenle şirketin nakit akışları döviz cinsi bazında incelenmeli ve gerekli verim eğrileri kullanılmalıdır.

Sonuç:

Girişim sermayesi fonları, büyük belirsizlikler altında yüksek riskli ama potansiyeli yüksek olan

alanlara yatırım yaptıklarından yatırımcılar için de yüksek riskli yatırım araçlarıdır. Diğer fon türlerinin taşıdığı finansal risklerin yanı sıra iş riski, finansman riski, yoğunlaşma riski gibi modellemesi daha zor riskleri barındırmaktadırlar. Girişim sermayesi fonunun uluslararası yatırımcılar açısından cazip hale gelmesi için EVCA standartları gibi uluslararası bir birliğin ya da bağımsız bir oluşumun ürettiği risk ölçüm standartlarına uygun altyapıda risk ölçümünün yapılması gerekmektedir. Fonların performansının yanı sıra risklerinin yabancıların kabul ettiği ve anladığı risk ölçüm standartlarına uygun olarak ölçülmesi ve yönetilmesi fonlara olan güveni ve ilgiyi artıracaktır.

“Türkiye’de girişim sermayesi fonlarının sayısının artmasına karşın, risk ölçümünde EVCA modellerinin kullanımı yeni bir kavram olduğundan azdır. Zaman içerisinde yabancı yatırımcıların da etkisi ile nakit akım bazlı modellerin yaygınlaşacağını öngörüyoruz.”

EVCA modellerinin uygulanabilmesi için yatırım yapılan şirketlere ilişkin doğru ve zamanında veri alınması gerekmektedir. Yatırımın değerlendirme aşamasında doğru ve tutarlı projeksiyonların yapıldığından emin olunmalıdır. Dönemsel bazda nakit akım tahmini ve gerçekleştirmelerin birlikte izlenmesi gerekmektedir. Fon değerlendirme sıklığında risk ölçümü yapılması önemlidir.

Türkiye halka açık şirket sayısı ve halka açıklık oranı açısından gelişmiş ülke piyasaları ile karşılaştırıldığında oldukça geridedir. Dolayısıyla, her sektörde yeterli sayıda gösterge olacak (proxy) şirket bulmak oldukça zor olabilmektedir. Bu durum beraberinde şirket değerlemelerinde ve EVCA modelleri ile risk ölçümlerini de zor ve karmaşık hale getirmektedir. EVCA tarafından ortaya konan modeller arasında Türkiye için en uygulanabilir olanı nakit akım bazlı olan modeldir. Ancak, bu modelin doğru sonuç vermesi için gerçekleşen nakit akımların ve projeksiyonların düzgün takip edilmesi gerekmektedir.

Yabancı yatırımcılar özellikle girişim sermayesi fonları, Türkiye’deki şirketlere yatırım yaparken ülke riskinin yanı sıra yatırım adayının; iş fikri, kullanılacak olan teknoloji, iş potansiyeli, küresel ortama taşınabilirliği, inovasyonu gibi pek çok faktörü değerlendirmektedir. Maruz kalınan risklerin tanımlanması, ölçülmesi ve yönetilmesi de yatırım kararlarında etkilidir. Girişim sermayesi yatırımcıları açısından EVCA standartlarına göre risk ölçümü ve risk raporlamalarının yapılmasının yanı sıra bu analizlere dayalı KPI’lar (Key Performans In-

dicator) ile yatırımların performans ve takibinin yapılması, yatırımın güvenilirliğini ve cazibesini arttırmaktadır.

Türkiye’de girişim sermayesi fonlarının sayısının artmasına karşın, risk ölçümünde EVCA modellerinin kullanımını yeni bir kavram olduğundan azdır. Zaman içerisinde yabancı yatırımcıların da etkisi ile nakit akım bazlı modellerin yaygınlaşacağını öngörüyoruz. Girişim sermayesi fonlarını ve bu fonların içerisindeki şirketleri küresel ortama taşımak için risk yönetimi sistemlerinin yakın gelecekte şirketlerin ana gündemlerine oturacağı görülmektedir. Yatırım yapılan şirketlerle sürekli bilgi akışı gerektirdiği için zaman ve alt yapı açılarından maliyetli modellemeler olmakla birlikte, yatırım yapılan şirketlere olan güvenin artması ve yabancı yatırımcıya riski şeffaflaştırması açısından fonların geleceği için çok önemlidir.

Referanslar

- Institute, CFA. 2019 CFA Program Curriculum Level III Volume 6. CFA Institute, 5/2018
- Lee C. F. ve Lee J. C., *Handbook of Financial Econometrics and Statistics*, Springer Reference, 2015
- Studer M. ve Ebibi I., (2011) *Private equity under Solvency II: Evidence from time series models*, Partners Group Research Flash
- “European Private Equity Activity”, Invest Europe, 2019
- “EVCA, Risk Measurement Guidelines”, European Private Equity and Venture Capital Association, 2013
- “Measuring the value at risk of portfolios of interests in private equity and venture capital funds, Private Equity Fund Risk Measurement Guidelines”, European Venture Capital & Private Equity Association, January 2011
- “Türkiye Girişim Ekosistemi” 2018/2019, startup.watch, 2019.
- “Venture Pulse Q4 2018”, KPMG Enterprise, 2019

Disruption: Yatırım Yönetiminin Yeni Gerçekleri

CFA Institute 72. Yıllık Konferansı'nın ana temasını Disruption olarak belirleyerek, yatırım yönetimi sektörünün teknolojiyle buluşmasına ve topluma değer sunan bir yeniden yapılanma içine girmesine ilişkin fikir liderliği yapma iradesini ortaya koyuyor.

CFA Institute yıllık konferansları serisinin 72.si “Disruption: Yatırım Yönetiminin Yeni Gerçekleri” temasıyla 12-15 Mayıs tarihleri arasında Londra’da düzenlendi. Teknolojideki büyük değişimleri ifade eden, bir şeyin yapısını çok büyük ölçüde dönüştürmek ya da yıkmak anlamında kullanılan Disruption sözünün dilimizde içimize sinen tam karşılığı henüz bulunamadı. Bu tarifile kelime bana Schumpeter’in “Yaratıcı Yıkım” teorisine referans yapıyor gibi geliyor, yani daha iyisini ortaya çıkarmak için eskisini ortadan kaldırma çağrışımı yapan bir kelime. Ama “Disruption” bu değişimin hızını da hissettiren daha dinamik bir ifade. CFA Institute bu yıl konferansın ana temasını Disruption olarak belirleyerek, yatırım yönetimi sektörünün teknolojiyle buluşmasına ve topluma değer sunan bir yeniden yapılanma içine girmesine ilişkin fikir liderliği yapma iradesini ortaya koyuyor. CFA Institute Yıllık Konferansı, her yıl dünyanın dört bir yanından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerden gelen binlerce yatırım profesyonelinin ve yatırım sektörüne yön veren fikir liderinin katıldığı yeni



fikir ve görüşleri tartıştığı, dünyanın tartışmasız en önemli yatırım konferanslarından biri. Konferansla ilgili gözlemlerimi birkaç başlık halinde özetlemek istiyorum.

CFA Institute CEO’su Paul Smith’in geçmişe ve geleceğe bakış isimli konferans açılış konuşması beni çok etkiledi. Sözlerine “Finans yarının problemlerini nasıl çözebilir?” sorusuyla başladı. Yatırımcıların ve toplumun bütünsel faydasını maksimize eden politikalar üretmek, değişimi nasıl hızlandırabiliriz sorusunu sordu. Paul, toplumda finansın rolünün tam olarak anlaşılmadığını belirtirken, özellikle finans profesyonellerinin yani bizlerin içinde yaşadığımız topluma finan-

sın rolünü anlatabilmek konusunda başarısız olduğumuzun altını çizdi. Finansın rolünü yatırımcıların çıkarını maksimize etmek, yatırım yaptıkları işletmeleri ve içinde çalışıp yaşadıkları toplulukları ileri taşımak olarak tanımladığımızda, aslında ortada son derece gerçek ve saygın bir amaç olduğunu kabul etmek gerekiyor. Konferansın Research Foundation çalıştayı, klasik finans teorisi ile davranışsal finans teorisini analitik bir zeminde bir araya getirmeyi amaçlayan bir sunuşla başladı. Yale Üniversitesi Finans Profesörü Roger Ibbotson, yatırımcı iştahını gösteren popülerlik faktörünü rakamsallaştırarak varlık fiyatlama modellerine eklediğinde geleceğe dair daha etkin



Ertunc Tümen, CFA
Genel Müdür Yardımcısı
Pazarlama, Satış ve İş Geliştirme
AK Portföy Yönetimi A.Ş.

tahminlere ulaşılabileceğini ortaya koydu. Nobel Ekonomi Ödülü 2013 yılında klasik ve davranışçı finans teorilerini savunan birden fazla akademisyene verilmişti. Nobel ödülü alan ekonomistlerden Eugene Fama, piyasaların etkin ve rasyonel olduğunu ve mevcut fiyatların şu anda var olan tüm veriyi yansıttığını ileri sürerken, Robert Schiller yatırımcıların kitlesel hareketlerinin (Irrational Exuberance) piyasa fiyatlamalarında anomalilere yol açtığını iddia ediyordu. Ibbotson, her ikisi de tutarlı olan ama bir arada birbirleriyle çelişir görünen bu teoriler arasında bir köprü kurmaya ve mevcut modern portföy teorisini ileri taşımaya çalışıyor. Konferansın önemli temalarından ikincisi, geleceğin yatırım profesyonelinin tanımı oldu. Sunumlarda yatırım profesyonellerinin önümüzdeki dönemde yatırım kararları verirken ya da müşteri ihtiyaçlarını anlamak için ihtiyaç duyacakları yeni yetkinliklerin neler olacağı tartışıldı. Gelecekte yatırım yönetimi şirketlerinde en değerli görevlerin yatırım, teknoloji ve inovasyon rolleri olacağı ve bu üç özelliği barındıran ekiplerin öne çıkacağı ifade edilirken, yatırım yönetiminin dönü-

şümünün (AI+HI) formülü ile ifade edilen yapay zeka ve insan zekasının etkileşimi üzerinden gerçekleştirileceği öngörüldü. Yeni nesil yatırım profesyonellerinin yeni dönemin gerektireceği teknolojik yetkinlikleri edinmek zorunda olduğu, bu yönüyle hem kurumlara hem de yatırım profesyonellerine bu dönüşümü hızlandırma konusunda önemli görevler düşeceği konuşuldu. Konferans sürecinde özellikle yatırım yönetimi ve makine öğrenmesi sunuşları esnasında kapılarda sıralar oluşması, yatırım profesyonellerinin de bu bilince ulaşma konusundaki istek düzeyinin ispatıydı. Bir diğer tema olarak, finansın piyasa ekonomisinin işleyişindeki rolünün yeniden tanımlanması gerektiği pek çok sunumda ortaya konuldu. Oxford Üniversitesi Profesörü Viktor Mayer Schönberger, "Büyük Veri Çağında Kapitalizmin Yeniden Keşfedilmesi" konulu sunuşunda piyasa oyuncularının daha geniş bir veri setine erişimleri ve veriyi işleme konusunda artan becerileriyle, verinin daha iyi işleneceğini ve bu şekilde verilecek yatırım kararlarının piyasa etkinliğini artıracaklarını belirtti. Konferansın önemli sunumlarından birisi de Fidelity Investments CEO'su Anne Richards tarafından yapıldı. Anne Richards sunumunda finans sektörünün ekonomi içindeki kaynak dağılımında belirleyici rolünü icra ederken, değer yaratmaya ve değeri büyütmeye daha fazla odaklanması gerektiğini ifade etti. Halka açılan şirket sayısının azaldığını, halka açılmalar yerine girişim sermayesi ve özel sermaye fonlarının öne çıkmasıyla küçük yatırımcıların büyüyen şirketlere yatırım yapma erişiminin kısıtlandığını belirten Richards, yaratılan değere daha geniş kitlelerin ortak olabileceğini sağlamanın finans sektörünün önemli sorumluluklarından birisi

olduğunu ifade etti. Bu konunun mevcut piyasa ekonomisi sisteminin devamını sağlayan toplumsal sözleşme açısından kritik önemde olduğunu belirtti.

Bu konuda yapılan bir diğer sunuşta University College London, İnovasyon ve Kamusal Değer Ekonomisi Profesörü Marianna Mazzucato da, finansın büyümeye ve toplumsal faydayı yükseltmeye etkin bir katkı sağlayacak şekilde yapılması gerektiğinin üzerinde durdu. Büyümenin yenilik yaratmaya odaklanan, sürdürülebilir ve daha kapsayıcı bir zemine oturtulması konusunda yeni politikalar belirlenmesi gerektiği ortaya konuldu. Ar-Ge aşamasından, buluş, erken aşama teknolojilerin geliştirilmesine, ürünleştirmesine, ürünlerin üretim ve pazarlanmasına kadar tüm aşamaları kapsayan uzun vadeli bir bakışla yeni bir sistem tasarımının gerekli olduğuna değinen Mazzucato, özel sektör ve kamu iş birliği olmadan bu sistemin kurulamayacağını altını çizdi. Mazzucato, bu yaklaşımla tasarlanacak ve uzun vadeli yatırım yapmaya odaklanan bir sermaye piyasası mimarisinin büyümeye çok önemli bir destek verebileceğini de ifade etti. Sonuç olarak yatırım yönetiminin ekonomik sistemdeki rolünün yeniden tanımlandığı, yeni teknolojilerin iş yapış şekillerini ve karar süreçlerini dönüştürdüğü, yatırım yönetiminde toplumsal faydayı daha fazla gözetilen bir yaklaşımın öne çıktığı bir süreçte olduğumuzu gözlemliyoruz. 72. CFA Annual Conference, tüm dönüşümün yatırım sektörü tarafından doğru bir şekilde algılandığını, geniş bir şekilde benimsendiğini ve desteklendiğini görebilmek açısından çok önemli bir deneyim fırsattı. CFA Society İstanbul olarak bu değerli konferansın 76.sını 2023 yılında ülkemize getirme konusunda şimdiden çalışmalara başlıyoruz.



Portföy Yönetim Şirketleri 2018 Analizi

Birliğin veri derlemeye başladığı 2013 yılında 65 milyar TL olan toplam portföy büyüklüğü, 2018 sonu itibariyle 173 milyar TL'ye ulaşmıştır. Emeklilik yatırım fonları toplam portföyünün 3,5 katına çıkması büyümedeki en önemli etken olmuştur. Bu süre zarfında toplam portföy büyüklüğünün yıllık ortalama büyüme oranı %22 iken, bu rakam emeklilik yatırım fonları için %28 olarak hesaplanmaktadır.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) portföy yönetim şirketlerine ait varlık yönetimi, personel ve finansal verileri üçer aylık dönemlerle derlemektedir. Bu rapor, portföy yönetim şirketlerinin 2018 yılına

ilişkin verilerini incelemektedir. Birliğin derleyerek kamuya açıkladığı verilerin detaylarına www.tspb.org.tr adresinden ulaşılabilir. Birliğin veri derlemeye başladığı 2013 yılında 65 milyar TL olan toplam portföy büyüklüğü, 2018 sonu itibariyle 173 milyar TL'ye ulaşmıştır. Emeklilik yatırım fonları

toplam portföyünün 3,5 katına çıkması büyümedeki en önemli etken olmuştur. Bu süre zarfında toplam portföy büyüklüğünün yıllık ortalama büyüme oranı %22 iken, bu rakam emeklilik yatırım fonları için %28 olarak hesaplanmaktadır. Yanı sıra, 2016 yılında ihracına başlanılan gayrimenkul yatırım fonları



Onur Salttürk
Kıdemli Uzman
TSPB

gibi alternatif fonların da sektörün büyümesine önemli katkısı olduğu gözlenmektedir. Bununla beraber, bu dönemden itibaren sadece alternatif yatırım fonlarının yönetimini yapmak üzere kurulan portföy yönetim şirketlerinin artışı göze çarpmaktadır.

Varlık Yönetimi

2018 sonu itibarıyla faaliyette bulunan portföy yönetim şirketi sayısı 54'tür. Bu şirketlerin 49'u mevcut durumda portföy yönetimi yapmaktadır. 2018 sonunda gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketi sayısı 10'a yükselmiştir. Emeklilik yatırım fonları ile bireysel

portföy yönetimindeki artışla toplam portföy büyüklüğü bir önceki yıla göre %9 artarak 2018 sonunda 173 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Toplam portföy büyüklüğünün yarısından çoğu emeklilik yatırım fonlarından meydana gelmektedir. 2018 yılında portföy büyüklüğündeki 15 milyar TL'lik artışın 14 milyar TL'si emeklilik yatırım fonlarından kaynaklanmıştır. Menkul kıymet yatırım fonları 45 milyar TL büyüklükle toplam yatırım fonlarının %79'unu oluşturmaktadır. Bu fonların portföyü Mart sonunda 55 milyar TL'ye kadar yükseldikten sonra önemli ölçüde küçülmüştür. Ağustos ile Ekim ayları arasında borçlanma aracı ile para piyasası fonları öncülüğünde yatırım fonlarından toplam yaklaşık 10 milyar TL'lik çıkış gerçekleşmiştir. Bunun nedeni, Ağustos sonunda mevduat ve katılım hesaplarına getirilen stopaj avantajıdır.

Gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonları 2018 yılında kayda değer oranda artış göstermiştir. 2018'de gayrimenkul yatırım fonları 1,5 milyar TL artış ile %58 büyürken, girişim sermayesi yatırım fonları 410 milyon TL artışla yaklaşık iki katına çıkmıştır. 2018 sonu itibarıyla 28 kurum toplam 93 milyar TL'lik emeklilik

yatırım fonu yönetmektedir. 2018 sonunda bireysel portföy yönetimi hizmetinde bulunan 31 kurum bulunmaktadır. Gerçek kişilerin ortalama portföy büyüklüğü bu yıl 2,3 milyon TL olarak gerçekleşmişken, tüzel kişiler için bu büyüklük yaklaşık 74 milyon TL'dir. Birliğimiz 2018 itibarıyla ilk defa bireysel portföy büyüklüğü verilerinde yatırım fonları gibi kolektif yatırım araçları ile diğer yatırım araçlarını ayırıştırarak derlemeye başlamıştır. Bu doğrultuda özel portföy yönetimi kapsamında gerçek kişilerin 5,3 milyar TL büyüklüğündeki yatırımlarının %30'u yatırım fonlarında değerlendirilirken tüzel kişilere ait 17 milyar TL'lik portföyün %6'sı yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. 2018 itibarıyla faaliyette bulunan 49 adet yatırım ortaklığının 12'si portföy yönetim şirketlerine portföylerini yönetmektedir.

Çalışan Profili

Yeni açılan şirketlerle sektördeki çalışan sayısı artış eğilimindedir. Toplam 777 kişinin istihdam edildiği sektöre 2018 yılında 42 kişi katılmıştır. Çalışan sayısı 5 veya 5'ten az olan portföy yönetim şirketi sayısı 2018 yılında 15'tir. Çalışanların %36'sı kadındır. Sektör genelinde kurum başına çalışan sayısı 14'tür. Çalışanların %26'sı portföy yönetimi

Tablo 1: Yönetilen Portföy Büyüklüğü

| (milyon TL) | 2017 | 2018 |
|----------------------------------|----------------|----------------|
| Yatırım Fonları | 59,287 | 56,920 |
| Menkul Kıymet Yatırım Fonu | 50,064 | 44,727 |
| Gayrimenkul Yatırım Fonu | 2,535 | 3,994 |
| Girişim Sermayesi Yatırım Fonu | 394 | 804 |
| Borsa Yatırım Fonu | 152 | 182 |
| Serbest Yatırım Fonu | 6,142 | 7,213 |
| Emeklilik Yatırım Fonları | 79,543 | 93,206 |
| Bireysel Portföy Yönetimi | 19,297 | 22,776 |
| Gerçek Kişi | 4,614 | 5,334 |
| Tüzel Kişi | 14,683 | 17,442 |
| Yatırım Ortaklıkları | 508 | 515 |
| TOPLAM | 158,635 | 173,416 |

Kaynak: TSPB

Tablo 2: Portföy Yönetim Şirketlerinin Bilançosu (milyon TL)

| | 2017 | 2018 | %Değişim |
|----------------------------------|------------|------------|---------------|
| Dönen Varlıklar | 698 | 863 | 23.6% |
| Duran Varlıklar | 41 | 55 | 32.7% |
| Toplam Varlıklar | 740 | 918 | 24.1% |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 66 | 87 | 31.7% |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 10 | 23 | 125.3% |
| Özkaynaklar | 664 | 809 | 21.8% |
| Toplam Kaynaklar | 740 | 918 | 24.1% |

Kaynak: TSPB

biriminde görev alırken, 2018 sonunda yatırım danışmanlığı belgesi olan 17 kurum bulunmaktadır.

Finansal Tablolar

Portföy yönetim şirketlerinin 2018 sonunda toplam kaynakları 918 milyon TL'dir. Sektör varlıklarının %94'ü dönen varlıklardan oluşmaktadır, toplam kaynakların %88'i öz kaynaklardan meydana gelmektedir.

2017 ile kıyaslandığında emeklilik yatırım fonu yönetiminden elde edilen gelirler %18 azalırken, yatırım fonlarından elde edilen gelir 76 milyon artışla %34 yükselmiştir. 2018 yılında portföy büyüklüğü %58 artan gayrimenkul yatırım fonları ise toplam yatırım fonu gelirlerinin %16'sını meydana getirmiştir.

2018 yılında portföy yönetim şirketlerinin elde ettikleri 494 milyon TL'nin %72'sini yatırım fonlarından elde edilen gelirler oluşturmaktadır. Emeklilik yatırım fonları toplam portföy büyüklüğünün daha büyük bir kısmını teşkil etse de bu fonların yönetiminden elde edilen gelirler toplamın %20'sine tekabül etmektedir. Emeklilik yatırım fonu büyüklüğü bir önceki yıla göre %17 artmış olsa da bu fonlardan elde edilen gelir 22 milyon TL düşerek, 99 milyon TL'ye inmiştir. Bu durumun 2018 yılında yapılan düzenleme ile bir portföy yönetim şirketinin bir emeklilik şirketine ait fonların en fazla %40'ını yönetebilmesi nedeniyle olmuştur. Bireysel portföy yönetiminden 2018 yılında

32 milyon TL gelir elde edilmiştir. Yatırım ortaklıklarından ise bu yıl 3,7 milyon TL'lik gelir elde edilmiştir. Söz konusu faaliyetlerden elde edilen ortalama portföy yönetim komisyonlarına Tablo 4'de yer verilmiştir.

2018'de faaliyet giderleri geçtiğimiz yıla göre %8 artarak 329 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Personel giderleri 2018 yılında toplam faaliyet giderlerinin %57'sini oluşturmuş, bir çalışanın aylık ortalama maliyeti 2017 yılına göre pek değişmeyerek 20.646 TL olmuştur. Buna karşın, çalışan başına aylık ortalama kar tutarı %43 artarak 33.936 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu değişimdeki en önemli etken bir önceki yıla göre karlılıktaki artıştır.

Tablo 3: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelirleri (milyon TL)

| | 2017 | 2018 | %Değişim |
|--|------------|------------|--------------|
| Portföy Yönetim Komisyon Gelirleri | 430 | 494 | 19.2% |
| Kolektif Portföy Yönetimi | 406 | 461 | 18.5% |
| Emeklilik Yatırım Fonları | 121 | 99 | -18.3% |
| Yatırım Fonları | 282 | 358 | 34.2% |
| Menkul Kıymet Yatırım Fonları | 236 | 264 | 19.7% |
| Gayrimenkul Yatırım Fonları | 23 | 57 | 247.9% |
| Girişim Sermayesi Yatırım Fonları | 2 | 6 | 253.8% |
| Borsa Yatırım Fonları | 1 | 1 | -1.1% |
| Serbest Yatırım Fonları | 21 | 30 | 57.9% |
| Yatırım Ortaklıkları | 3 | 4 | 41.6% |
| Bireysel Portföy Yönetimi | 24 | 32 | 32.9% |
| Gerçek Kişi | 13 | 16 | 13.2% |
| Tüzel Kişi | 11 | 16 | 57.4% |
| Yatırım Danışmanlığı Gelirleri | 4 | 5 | 78.3% |
| Fon Pazarlama ve Satış Aracılık Gelirleri | 0 | 0 | - |
| TOPLAM | 434 | 499 | 19.5% |

Kaynak: TSPB

Tablo 4: Portföy Yönetim Komisyon Oranı*

| | |
|---------------------------|--------------|
| Yatırım Fonu | 0.59% |
| Emeklilik Yatırım Fonu | 0.12% |
| Bireysel Portföy Yönetimi | 0.16% |
| Yatırım Ortaklığı | 0.75% |
| Toplam | 0.26% |

Kaynak: TSPB

*Son 12 aylık toplam fon yönetim gelirinin, 12 aylık ortalama portföy büyüklüğüne bölünmesiyle elde edilmiştir.

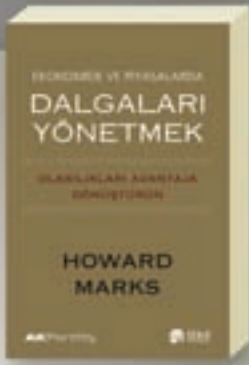
Tablo 5: Portföy Yönetim Şirketlerinin Gelir Tablosu (milyon TL)

| | 2017 | 2018 | %Değişim |
|---|------------|------------|--------------|
| Satış Gelirleri (net) | 712 | 606 | -14.8% |
| Satışların Maliyeti (-) | -273 | -89 | -67.2% |
| Brüt Kar/Zarar | 439 | 517 | 17.7% |
| Faaliyet Giderleri (net) | -274 | -329 | 8.0% |
| Faaliyet Karı/Zararı | 165 | 188 | 13.8% |
| Yat. Faal. Ve Fin. Faal. Gelirler (net) | 44 | 114 | 51.1% |
| Vergi Öncesi K/Z | 209 | 302 | 44.7% |
| Vergi Gelir/Gideri | -44 | -70 | 4.8% |
| Dönem Karı/Zararı | 165 | 232 | 40.8% |

Kaynak: TSPB

Sektörün net faaliyet gelirleri 2018'de %14 artarak 188 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirketlerin kendi portföyleri için yaptıkları yatırım ve finansman gelirleri bir önceki yıla göre %51 artarak karlılığa önemli katkıda bulunmuştur. Bu artışın faiz ve kurların hızlı değişim gösterdiği yılın üçüncü çeyreğinde daha da hızlandığı anlaşılmaktadır. 2018 yılında 35 kurum 254 milyon TL kar ederken, 19 kurum 22 milyon TL zarar etmiş ve toplam sektör net karı bir önceki yıla göre %41 artarak 232 milyon TL olmuştur.

YEPYENİ



HOWARD MARKS

Ekonomide ve Piyasalarda Dalgaları Yönetmek

Efsane yatırımcı Howard Marks, piyasaları yöneten döngüleri nasıl tanımlayacağını ve yöneteceğinizi gösteriyor. Piyasaların yükseliş düştüğünü hepimiz biliyoruz. Peki bu dalgalanan piyasalara ne zaman girmeli, ne zaman çıkmalıyız? Bu sorunun cevabı hiçbir zaman kolay değildir fakat döngülerin ritminin arkasındaki nedenler anlaşıldığında doğru cevaba ulaşılabilir. Sadece ekonomiyi, piyasaları ve şirketleri değil aynı zamanda insan psikolojisini ve bunun sonucunda ortaya çıkan yatırım davranışlarını etkileyen işi-çıkış kalıplarını öğrendiğimizde, bir döngünün neresinde olduğumuzu anlayabiliriz. Geçmiş döngüleri inceleyip, kökenlerini anlar ve bir sonraki için uyanık kalırsanız, değişen yatırım ortamına uyum sağlayabilirsiniz. Diğerleri beklenmedik olaylarla körleşip, korku ve açgözlülük duygularına kurban giderken siz döngünün farkında ve hazırlıklı olabilirsiniz. Sermaye piyasalarında yarım asırlık tecrübe sahibi Howard Marks'ın içgörülerıyla döngülerin farkına vararak, bu yinelenen kalıplarda ustalaşabilirsiniz.

ISBN
9786059248631

59 TL
304 sayfa
Türkçe

ÇEVİRİ
Dr. Celali Yılmaz,
Canan Feyyat

İstiklal Cad. Han Geçidi Sk. Hazzo Pulo Pasajı
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



ATESAN AYBARS

Meslek Olarak Opsiyon İşlemleri

Bu kitabın amacı, opsiyon piyasalarına ilişkin sis perdesini ve çaresizliği ortadan kaldırarak, trader'lerin opsiyon işlemlerini profesyonel seviyeye taşımalarına yardım etmektir. Vadeli piyasalarda çabaların çok defa yetersiz kaldığı ve işlemlerin kolayca, ciddi kayıplara yol açtığı bilinir. Zira yatırımcı hem pozisyonları yönetmek hem de disiplin çerçevesinde para yönetimi yapmak zorundadır. Dahası, bunlar da yetmeyebilir. Pozisyon açılırken yön ve zamanlama konusunda doğru tahmin yapılmalıdır. Oysa riski istenildiği kadar düşük tasartanabilen stratejiler gerek kusa gerekse uzun dönem için yatırımcılara çeşitli seçenekler sunar. Yön ve zamanlama konusunda yanılırsanız da kazanma olasılığınız vardır; Bu kitapta daha çok, gece uykularınızı kaçırmayacak ya da ekonomik veri açıklamalarının öncesinde strese neden olmayacak, riski düşük ve tanımlı, profesyonel tasarımlara ağırlık vereceğim. Profesyonel trader'lere istikrarlı bir biçimde iyi kazanç sağlayacak yaklaşım budur.

ISBN
9786059248648

52 TL
316 sayfa
Türkçe

EDITOR
Cengiz Ayvaz

İstiklal Cad. Han Geçidi Sk. Hazzo Pulo Pasajı
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 45. sayısında (Nisan-Haziran 2019) Fon Dünyası sayfalarda yayınlanmış bilgilerden oluşan soruların doğru cevaplarını 14 Ekim 2019 tarihine kadar info@kyd.com.tr adresine gönderen 10 okuyucumuza Scala Yayıncılık'tan kitap hediye ediyoruz.

1- Fransız eFront platformunu hangi büyük portföy yönetim şirketi satın aldı?

2- Küresel sukuk piyasası performansında en çok hangi faktör etkili görülüyor?

Finans 4.0: Bankacılık ve sermaye piyasalarında makine öğrenmesi uygulamaları

Dördüncü sanayi devriminin ('Endüstri 4.0') baş aktörü yapay zekadır dersek, çok yanlış bir şey demiş olmayız. Yapay Zeka ve makineleşme ile anılacak olan Endüstri 4.0'ın, hizmet ve/veya üretim, yerli ve/veya küresel, sermayedar ve/veya başka paydaşlar, kısaca tüm kapital oyunculara verdiği mesaj ise 'Dönüşün' oldu.

Endüstri 4.0'ın sağlayıcısı: Yapay Zeka

Denir ki, tüm sanayi devrimlerinin arkasında (aslında önünde mi demeliyiz), bir büyük teknoloji zıplaması vardır. İlk sanayi devriminin arkasında buharlı makinelerin icadı vardı. İkinci sanayi devriminin arkasındaysa elektrik ve petrol gibi yeni ve ticari kıymeti olan enerji kaynaklarının keşfi vardı ki, bu buluşlar oyunun kurallarını baştan aşağı değiştirdi. Üçüncü sanayi devriminin itici gücüysen internet teknolojisiydi ve internet, bildiğimiz dünyanın ölmesine ve heyecan verici bir başka dünyanın doğmasına yol açtı.

Dördüncü sanayi devriminin ('Endüstri 4.0') baş aktörüysen yapay zekadır dersek, çok yanlış bir şey demiş olmayız. Yapay Zeka ve makineleşme ile anılacak olan Endüstri 4.0'ın, hizmet ve/veya üretim, yerli ve/veya küresel, sermayedar ve/veya başka paydaşlar, kısaca tüm kapital oyunculara verdiği mesaj ise 'Dönüşün' oldu.

Bu mesajı alması gereken taraf 'büyük kurumsal firmalar' olurken, bu mesajı vermeyi bilen taraf ise start-up'lardı. Her biri, bir şekilde, bir

ana sektörün, bir çekirdek sürecini, bazında bir şekilde yapay zeka olan önermelerle, ve tane tane (incremental) dönüştürmeye başlayan bu start-up bulutu (buna 'Dönüşüm Ekosistemi' diyelim mi), bir süre sonra dönüşüme aç ve dönüşümü talep eden ana akım kurumsal yapıların yanında (çevresinde mi diyelim) vazgeçilmez bir ekosistem oluşturdular ve sektörleri 3.0 noktasından 4.0 noktasına itmeye başladılar. Hala da itiyorlar, dönüşüm daha yeni başladı bile denebilir.

Bu kısa tarihçeyi artık daha fazla uzatmadan, konuyu sektörümüze getirelim ve "Fin-tech, özetle, bu dönüşüm bulutuna verdiğimiz adıdır" da diyerek, konuya girelim.

Makine Öğrenmesi nedir, Derin Öğrenme nedir, Yapay Zeka nedir

Burada bir parantez açmakta fayda var; bu yazının belli yerlerinde 'Yapay Zekâ' ('Artificial Intelligence') tabirini kullandım farkındaysanız, belli yerlerindeyse 'Makine Öğrenmesi' ('Machine Learning'), veya 'Derin Öğrenme' ('Deep Learning') tabirleri geçti. Bu üç kavramı, dijital dönüşüm başlığı altında yazılan pek çok makalede görür ve okuruz. Kavramları daha net ortaya koymak

adına, ben bu tabirlerden ne kastettiğimi de bu aşamada bir aktarayım. "Makine öğrenmesi", "bir girdi setiyle ('input') bir çıktı seti ('output') arasındaki ilişkiyi ('rules') bulmak" çabasıdır. Haliyle, makine öğrenmesinde başlangıçta elimizde bir "model" yoktur. Bilgisayara "girdileri" veririz, bilgisayara "sonuçları" da veririz ve bilgisayar bize "o zaman bu iki set arasındaki ilişki budur" der ve bize bir "model" önerir. İşte, kabaca, makine öğrenmesi dediğimiz şey budur. Bize "ilişkileri" verir. Makine öğrenmesi, istatistik, optimizasyon, araştırma algoritmaları, sayısal yakınsama kuralları, diferansiyel vb. derken modern matematik tarihinin son 100 yılından yararlanan oldukça interdisipliner bir alandır.

"Derin Öğrenme", makine öğrenmesinin bir alt koludur, denebilir. Özünde, çoğu kez, sinir ağları teorisi ve tasarımı bulunan bu öğrenme yöntemi, aslında 1930'lardan beri bilinmekle birlikte, özellikle son 20 yılda inanılmaz şekilde artan ve bir o kadar da ucuzlayan hesaplama kapasitesi ile tekrar gündeme gelmiştir. Eskiden "yahu bu iyi de nasıl hesaplayacağız boş verin" dediğimiz pek çok algoritma, son 10 yılda



Ayktut Sarıbyık
Yönetici Ortak
VeriZeka

tekrar raftan çıkmış ve hemen tüm popüler yapay zeka uygulamalarının özünü oluşturmuştur. (Örnek: Go oyununda tüm dünyayı yenen AlphaGo, satrançta tüm dünyayı yenen AlphaZero vb.)

Arada bir yerlerde “Yapay Zekâ” da dedik. Kafadan girelim ve diyelim ki, “insansı bir rolü ifa etmek için tasarlanan her türlü makine öğrenmesine yapay zekâ uygulamaları denir.”.

Yani? “İnsansı” işleri sınıflandırmaya kalksak, özünde dört ana insansı göreve geliriz:

- ▶ İnsanlardan bir işi icra ederken bir şeyi “görmesini” bekleyebiliriz, (SEE)
- ▶ İnsanlardan bir işi yaparken bir şeyleri “duymasını” bekleyebiliriz, (HEAR)
- ▶ İnsanlardan bir işi yaparken “konuşmasını” bekleyebiliriz, (SPEAK)
- ▶ İnsanlardan bir işi yaparken bir şeyleri “anlamasını/algılamasını/aktarmasını” bekleyebiliriz, (COMPREHEND)

Ve son cümlemizi söyleyerek bu paragrafı kapatalım: “Görmek”, veya “Duymak”, veya “Konuşmak”, veya “Anlamak” için tasarlanmış

her türlü makine öğrenmesi tasarımına bizler rahatlıkla yapay zekâ uygulamasıdır, diyebiliriz.

Bankacılık ve sermaye piyasalarında makine öğrenmesi uygulamaları

Tüm dünyada, ana akım firmaları ve iş yapma biçimlerini saran bir fin-tech bulutunun varlığını anımsattık ve bu firmaların her birinin bir mikro dönüştürücü rolü üstlenmiş olarak sektörleri dantel dantel işlediklerini ve dönüştürdüklerini aktardık.

Bu dönüştürücü firmaların çabalarını belli üst başlıklar altında sınıflandıracak olursak, bankacılık ve sermaye piyasalarında şu 10 temel süreçte artık hayatın eskisi gibi olmadığını söylemek mümkün:

- ▶ Portföy yönetimi ve değerlendirme yöntemleri
- ▶ Emir iletimi ve emir yönetimi
- ▶ Fraud ve risk yönetimi
- ▶ Müşteri skorlama ve derecelendirme
- ▶ Arka-ofis süreçlerinin otomasyonu ve akıllı mutabakat uygulamaları
- ▶ Yatırım danışmanlığı hizmetleri ve robo-danışmanlık
- ▶ Müşteri hizmetleri ve chat-botlar
- ▶ Çalışan eğitimleri ve sanal ortam yaratarak verilen eğitimler
- ▶ “Her çalışana bir özel asistan” uygulamaları ve verimlilik hedefleyen yapay zekâ uygulamaları
- ▶ Alarm, bilgilendirme, uyarı sistemleri

Seçin, beğenin, alın.

Dünyada, özellikle Çin ve ABD’nin ön ayak olduğu Fin-tech ekosisteminde firmalar, her an ve her dakika, finans sektörünün yukarıda bahsettiğimiz 10 ana sürecini dönüştürecek bir yeni yapay zekâ uygulamasını tasarlıyorlar, ana akım kurumlarla buluşturuyorlar ve onlarla işbirliği yaparak sektörün adım adım dijital dönüşmesine katkıda

bulunuyorlar.

Bu karşılıklı ilişkide start-upların firma değerleri, “dönüştürme kapasiteleri” mertebesinde artarken:

- ▶ Gelirlerini artırmayı
- ▶ Maliyetlerini düşürmeyi
- ▶ Veya “yıkıcı bir iş modeli yaratmayı” amaçlayan

ana akım kurumlar da bu hedeflerine doğru koşuyorlar ve onlar da bu işbirlikleri sayesinde hayatta kalıyor ve hatta pazarda yeni alanlar yaratıyor veya kazanıyorlar.

Kısaca, dünyada artık iyice yerleşen bu ekosistemde, alan da memnun, satan da.

Yine yerimiz kalmadı. Bir sonraki yazıda, yukarıdaki 10 başlık altında grupladığım “dönüşüm kanallarından” detaylı örnekler vereceğim ve dünyadaki iyi uygulamaları sizlerle paylaşacağım. Müşterilerin sorularına cevap veren ve bu sayede bu önemli ve maliyet yoğun süreci sırtlayan chatbotlardan bahsedeceğiz. Veya bir avukat gibi sakince tüm yazılı dokümanları tarayan ve sözleşmeleri düzenleyebilen hukukçu yapay zekaları konuşacağız. Veya, bir portföy yöneticisinden aldığı emri piyasa dinamiklerini bozmadan usulca gerçekleştiren akıllı tradebotlara bir göz atacağız. Veya, bir hisse ile ilgili tüm halka açık bilgileri tarayarak sonunda bu firmanın değerine etki edebilecek yeni haberleri bulup, fon yöneticisinin önüne koyan akıllı asistanları tanıyacağız. Ve tüm bu mikro dönüşüm hikayelerinin yarattığı kar (veya gelir) artı değerini rakamlar üzerinden fark edeceğiz. Umuyorum ki bu sayede, Türkiye yerleşik banka ve aracı kurumlardaki yöneticilerimiz de, bu uygulamaların değer önermelerini fark edecekler ve küreselde büyük fırsatlar yaratmış bu dönüşüm fikirlerini, bu sefer kendi yetki alanları içinde ve kurumlarında hayata geçirmek konusunda daha cesaretle davranabilecekler.



Brezilya Yatırım Fonları Sektörü

Yatırım fonları piyasası büyüklüğünde dünyada 10. sırada yer alan Brezilya'da, sektördeki gelişime ilişkin Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını ANBIMA (Brazilian Financial and Capital Markets Association) Başkanı Carlos Ambrósio cevaplandırdı.

Brezilya ekonomisinde yatırım fonlarının rolü ve önemini anlatır mısınız?

Brezilya yatırım fonları sektörü yönetimi altında 5 trilyon Brezilya Reali portföy büyüklüğüne sahip bulunuyor. Tarihinin en yüksek düzeyi olan bu rakama Haziran'da ulaşıldı. International Investment Funds Association (IIFA) tarafından yapılan küresel sıralamaya göre,

ABD (liste başında yer alıyor), Almanya, Fransa ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerin ardından 10. büyük pazara sahibiz. Gelişmekte olan piyasalar arasında sadece 8. sırada yer alan Çin, bizden önde bulunuyor. Brezilya'da yönetim altındaki finansal varlıkların neredeyse yarısı fonlar tarafından yönetilmektedir. Fonlar devlet tahvillerinin de en

büyük sahipleridir. Buna ek olarak, ülke'nin özel tahvillerinin de üçte birini ellerinde tutmaktadırlar. Bu yüzden, fon sektörü ekonomi için büyük önem taşımaktadır. Bu algıyı bu yıl yayınladığımız bir çalışmada teyit ettik. Söz konusu çalışmada portföy yönetimi segmentinin genişlemesinin, GSYİH, vergi gelirleri ve istihdam gibi ana makro endikatörler üzerindeki etkisini or-



Carlos Ambrósio

President

ANBIMA (Brazilian Financial and Capital Markets Association)

taya koyduk. Brezilya ekonomisinin 2030 yılına kadar yıllık %2.5 büyümesi gibi bir kaç varsayıma dayalı bir araştırma gerçekleştirdik. Sonuç olarak, yerel pazardaki finansal varlıkların tabanının gelecek 12 yıl içinde yıllık ortalama %6.1 artacağını gördük. Buna göre, yatırım yönetimi sektörünün genişlemesi gelecek beş yıl içinde GSYİH'ye %1.36 ek bir katkıda bulunabilecek. Aynı dönem içinde 402,000 ek istihdam yaratılabilecek ve vergi gelirlerinde %1.53 artış olacak. Diğer bir deyişle, topluma bir bütün olarak yarar getirecek bir çarpan etkisi bulunuyor.

Fon sektörünün arkasındaki ana itici güç nedir? Düzenleyici tedbirler, özellikle vergiler konusunda bir düzenleme söz konusu oldu mu?

Brezilya faiz oranı 2017 yılı ortalarından beri, yerel standartlara göre düşük seviyelerde stabil olarak, aşağı gidiyor. Bu yıl, Selic gösterge

oranının daha da düşmesi bekleniyor. Tarihsel olarak, Brezilyalı yatırımcılar sabit getiriye alışık, ancak artık portföylerini çeşitlendirmeye başladılar. Esasen daha iyi getiriler için fırsatları profesyonel yönetim ile birleştirdiklerinden fonlar önemli seçenekler olarak ortaya çıktı. Bu da Brezilya yatırım fonu sektöründeki büyümenin arkasındaki en son itici güçlerden biridir. Ek olarak, Brezilya piyasası 2015 yılında yatırım fonları mevzuatının yeni kurallarla güçlendirilmesiyle bazı değişiklikler yaşadı. Tüm olarak, bu aksiyonlar sektöre daha fazla etkinlik sağladı ve yeni ürünlerin çıkarılmasını teşvik etti. Sektör olgunlaşma ve uluslararası piyasaya uyum anlamında kazanç elde etti.

Öz düzenleme konusunda ilerleme sağlandı, ki bu ANBIMA'nın faaliyetlerinden biridir. Tüm bunlar Brezilya yatırım fonu sektörünü güçlendirdi.

Şu anda da yatırım fonlarına bazı düzenleme yönlerinden değişiklik getirebilecek bir yasa tasarısını yakından takip ediyoruz. Provisional Measure 881 (diğer adıyla Ekonomik Özgürlük PM), piyasamızın gelişimine daha da katkı getirebilir.

ANBIMA yatırım fonlarının rolünü anlatmak için neler yapıyor?

ANBIMA, Brezilya'da yatırım fonu sektörünü temsil eden tüzel kurumdur. Bu işi farklı cephelerde yürütmekteyiz: üyelerimizi sektörde çalışan kurumlar oluşturur ve biz de onların hakları için hükümet, düzenleyici otoriteler vb. nezdinde mücadele ederiz. Üyelerimiz yatırım fonları net büyüklüğünün %95'inden fazlasını oluşturuyor ki bu da bize sektör adına konuşma hakkını veriyor.

ANBIMA, Brezilya'da yatırım fonları istatistiklerinin de önde gelen sağlayıcısıdır. Veri tabanımız

piyasa, hükümet, basın ve akademisyenler için bir referanstır.

Üyeler tarafından gönüllü olarak takip edilen kuralları içeren öz düzenleme yoluyla en iyi uygulamaların benimsenmesini teşvik ediyoruz. Ayrıca, piyasa profesyonellerinin eğitimi ve yatırımcılar için finansal eğitimi teşvik eden aksiyonlar yoluyla yatırım fonlarını güçlendirmek için işbirliği yapmaktayız.

Yatırım fonları sektörünün geleceğinde fintek şirketleri için nasıl bir rol görüyorsunuz?

Online platformlar yatırım fonlarını da içeren finansal ürünlerin dağıtımı için yeni kanallar. Yatırımcılar için daha fazla ürüne ve daha geniş erişim imkanı sağlayan bu şirketlerin sektöre katılmalarına olumlu bakıyoruz.

ÇSY faktörlerinin yatırım kararlarına entegre edilmesi konusunda büyüyen ilgi için ne düşünüyorsunuz?

Finansal kurumların çevre, sosyal ve yönetişimin yatırım süreçlerindeki potansiyel etkileri konusunda artan ölçüde farkında oldukları algısı çok olumludur. Bu konuyu büyük bir ilgiyle gözlemliyoruz. Hatta Brezilya'da portföy yönetim şirketlerinin ÇSY özelliklerini ne derece benimsemiş olduklarını ölçmek için iki anket gerçekleştirdik. Brezilya'da portföy yöneticilerinin %85'inin en az bir ÇSY özelliğini yatırım kararlarında dikkate aldıklarını bulduk. Bu oran 2016 yılında yapılan ilk anketteki %68 düzeyine göre artış gösterdi.

Piyasa bu konuda henüz olgunluğa erişmiş değil ve sektörü temsil eden bir dernek olarak beklentimiz, daha fazla şirketin karar verirken bu özellikleri göz önüne alacağıdır. Yatırımcılar konuya daha fazla dikkat ediyorlar ki bu da kurumları operasyonlarında ÇSY faktörlerine bakmaları konusunda teşvik etmeli.

Davranışsal Kurumsal Finans

Davranışsal faktörlerin finansal kararlar üzerindeki etkilerinin iyi anlaşılması, sadece şirketlerin menfaat sahiplerini korumak için oluşturulacak prensipler ve düzenlemeler için değil, aynı zamanda şirket yöneticilerinin başarısı için de önemlidir.

Geleneksel finans teorileri 1844 yılında John Stuart Mill tarafından tanımlanmış “homo economicus” varsayımına dayanmaktadır. Homo economicus, tam anlamıyla rasyonedir ve fayda maksimizasyonunu hedefler. Bu varsayımın dayanan normatif finans teorileri, finansal piyasaları, yatırımcıların nasıl davrandıklarıyla değil, nasıl davranmaları gerektiğini tanımlayan modeller kurarak açıklamaya çalışmaktadır. Ancak bu teorilerin finansal piyasalardaki yatırımcı davranışlarını ve dolayısıyla oluşan fiyat hareketlerinde görülen anomalileri açıklayamadığı görülmüş ve homo economicus varsayımı G. C. Selden, J. M. Keynes ve H. A. Simon gibi pek çok akademisyen tarafından daha 1900’lü yılların başından itibaren sorgulanmıştır. Ancak davranışsal finansın, bir ana akım finans alanı olması, Kahneman ve Tversky’nin çalışmaları ve sonrasında 2002 yılında Nobel ödülü alması ile gerçekleşmiştir. Davranışsal finans sadece yatırımcı davranışları ve bunun sonucu olarak sermaye piyasası hareketleri ve portföy yönetimi gibi konularda değil, aynı zamanda kurumsal finans ve kurumsal yönetim alanında da

yeni yaklaşım ve çıkarımların ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Geleneksel kurumsal finans, yöneticilerin olası firma değerini düşürecek davranışlarını, onların tamamen rasyonel bir düşünce yapısı içerisinde, ancak kendi çıkarlarını düşünerek hareket edebileceklerini öne süren vekalet teorisi ile açıklamaktadır. Örneğin şirket satın alma işlemlerinin, satın alan şirketin değerini olumsuz etkilediği ve şirketin ortaklarının aleyhine olduğu örnekler finans literatüründe verilmekte ve bu durum hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışması ile açıklanmaktadır. Vekalet teorisine göre, yöneticiler daha çok varlığa sahip ve daha büyük şirketleri yönetmeyi tercih edeceklerdir. Bu daha fazla güç ve genelde daha fazla maaş ve bonus anlamına gelecektir. Başka bir bakış açısı ise satın almaların, yatay satın almalar yöntemi ile şirket portföyünü çeşitlendirip riski azaltma isteğiyle açıklamaktadır. Hissedarlar yatırım yaptıkları portföyü rahatlıkla çeşitlendirebilirken, yöneticiler çalıştıkları firmanın içinde bulunduğu sektörün riskini taşımaktadır. Kısaca kötü satın alma ve birleşme kararları, geleneksel kurumsal finans teorisine göre rasyonedir ancak yöneticilerin çıkarı-

na hizmet etmektedir. Geleneksel kurumsal finans, hissedarlar ile yöneticiler arasındaki bu ve benzer çıkar çatışmalarını engellemek için, bu iki grubun çıkarlarını paralel hale getirecek, yöneticileri gelirlerini hisse senedi performansına bağlayan satın alma opsiyonları gibi çözümler önermektedir.

Davranışsal kurumsal finans ise, kötü finansal kararları, irrasyonel davranışlarla açıklamaktadır. U. Malmendier şirketlerin irrasyonel olarak kabul edilen kararlarını araştıran literatürü davranışın kaynağına göre üç gruba ayırmış; (1) yöneticiler, (2) yatırımcılar ve (3) analistler. En çok araştırmanın yapıldığı ilk gruba göre, yöneticiler her ne kadar iyi eğitilmiş profesyoneller olsalar dahi, onlar da insan, başka bir ifadeyle “homo economicus” değiller ve davranışsal önyargılar veya duygusal faktörler nedeniyle hatalar yapabilmekte. Kötü şirket satın alma kararları da çıkar çatışmasından değil, yöneticilerin aşırı güven ile riskleri doğru değerlendirememeleri veya aşırı iyimserlikle ileri tarihlerdeki yüksek nakit akış öngörülerinden kaynaklanmış olabilir. Tabii bu durumda, kötü finansal kararlar davranışsal önyargılarla yapılan hatalardır



Prof. Dr. Cenktan Özyıldırım
Bilgi Üniversitesi

ve aslında geleneksel kurumsal finansın öngördüğü çıkarları paralel hale getirmeye çalışan çözümler işe yaramayacaktır. İrrasyonel kararlar sadece aşırı güvenden değil, sürü davranışı, kayıptan kaçınma ve çıpalama gibi diğer önyargılardan da kaynaklanabilmektedir. Örneğin Garmley ve Matsa 2016 yılı makalelerinde yöneticilerin kayıptan kaçınma amacıyla, firmanın büyümesini sağlayacak yenilikçi ancak riskli yatırımlardan kaçınabileceklerini, daha rahat edebilmek için firmanın likiditesini yüksek tutabileceklerini ve firmanın kredi kapasitesinin altında dış finansal kaynak kullanabileceklerini söylemektedir. Eğer bu durum çıkar çatışmasından kaynaklanıyorsa ve yöneticiler kendi pozisyonlarını ve maaşlarını koruyabilmek adına daha az risk alıyorsa, onları teşvik etmek amacıyla daha fazla pay verilebilir. Ancak eğer bu korku ve kayıptan kaçınma önyargısı ile yapılıyorsa, daha fazla hisse payı, yöneticinin riskini daha da arttırdığı için, riskten kaçınma arzusunu daha da arttıracaktır.

İkinci grup içindeki çalışmalar, şir-

ketlerin değerini olumsuz etkileyen kötü finansal kararların yatırımcıların irrasyonel hareketlerinden de kaynaklanabileceğini söylemektedir. Yöneticilerin aldıkları irrasyonel kararlar, hissedarların irrasyonel beklentilerini karşılayabilmek ve bundan faydalanabilmek amacıyla alınan aslında rasyonel olan kararlardır. S. J. Ang bunu rasyonelce irrasyonel olarak adlandırıyor. Yatırımcıların defalarca tekrarladıkları irrasyonel davranışları olduğunu biliyoruz. Örneğin 2000 yılında oluşan Dotcom balonu sırasında, aslında faaliyetlerinde hiçbir değişiklik olmamasına rağmen unvanına “.com” ekleyen şirketlerin değerlerinde artış görülmüştür. Benzer bir şekilde 2018 yılı başında Bitcoin’in hızlı fiyat artışı ile gene aslında faaliyetlerinde hiçbir değişiklik olmamasına rağmen, şirket unvanına Blockchain vb. ifadeler ekleyen şirketlerin değerlerinde anormal artışlar olmuştur. Yatırımcıların irrasyonel kararları nedeniyle şirketlerin piyasa değerinin, makul değerinden fazla ya da az olması durumunda rasyonel yöneticilerin piyasa zamanlaması yapması beklenir. Yatırımcıların aşırı iyimser beklentilerle şirketin önümüzdeki yıllarda çok hızlı büyüyeceğini öngörüp yüksek fiyatlaması durumunda, yöneticiler hisse senedi satışı yaparak bundan faydalanmak isteyeceklerdir. J. S. Ang’a göre asıl sorun, yatırımcılar tarafından öngörüldüğü gibi bir büyüme potansiyeli yoksa, halka arz ile toplanan nakdin hisse senedi satışı sonrası nasıl kullanılacağıdır. Yöneticiler, yatırımcıların büyüme beklentilerine cevap verebilen, heyecan verici, ancak uzun vadede negatif net şimdiki değere sahip projelere yatırım yapabilir ya da şirket satın almaları gerçekleştirebilir¹. Başka bir ifade-

le rasyonel bir şekilde piyasanın gerçekçi olmayan büyüme beklentilerini karşıyormuş gibi gözükerek, şirketin değerinin yüksek kalmasını sağlayan ancak uzun vadede şirketin değerini olumsuz etkileyen kötü yatırım kararları veriyor olabilirler.

Üçüncü grup olan analist ve diğer şirket dışı tarafların, davranışsal önyargıları ve oluşturdukları görüşlerle ilgili çok sayıda çalışma varken, bunların finansal kararlar üzerindeki etkileri literatürde pek tartışılmamıştır. Ancak analistlerin duygusal önyargılarla yaptığı yanıltıcı değerlendirmeler ve oluşturdukları yanlış beklentilerin hem yatırımcıları hem de yöneticileri etkilemesi kaçınılmazdır.

Şirket yöneticilerinin, birleşme ve devralmalar, yatırımlar, temettü dağıtımı, mali yapı gibi konularda aldıkları kararları sadece çıkar çatışması ile açıklamak mümkün değildir. Davranışsal faktörlerin finansal kararlar üzerindeki etkilerinin iyi anlaşılması, sadece şirketlerin menfaat sahiplerini korumak için oluşturulacak prensipler ve düzenlemeler için değil, aynı zamanda şirket yöneticilerinin başarısı için de önemlidir. Bu şekilde, yöneticiler rakiplerinin, iş ortaklarının ve hatta yatırımcılarının yaptıkları davranışsal önyargı ve duygusal faktörler kaynaklı hataları öngörerek, bunları daha iyi değerlendirip, yönetebilirler.

1 Haziran 2019 itibarıyla CB Insights verilerine göre 369 adet şirket değeri çok kısa sürede 1 milyar doların üstüne çıkan unicorn girişim bulunmaktadır. Bu şirketlerin bir kısmı kar edememelerine rağmen yüksek piyasa değerlerine rağmen sahiptir. Bu şirketlerin yüksek piyasa değerleri, hızlı büyüme ile tekel haline gelerek yüksek getiriler sağlayacakları beklentisi ile açıklanmaktadır.

İş'in içinde sanat var

İş Bankası'nın bugün çok geniş bir yelpazeye erişen sanat ve müzecilik faaliyetleri, İş Sanat tarafından sürdürülüyor.

Gazi Mustafa Kemal Atatürk tarafından kuruluşundan bugüne ülkenin sadece ekonomik değil sosyal gelişiminin de çok önemli olduğu bilinciyle çalışan İş Bankası, modern toplumun temel gereksinimleri olan ve ülkenin geleceğini doğrudan etkileyen eğitim, çevre, kültür ve sanat alanlarına Cumhuriyetin ilk yıllarından itibaren ciddiyle eğildi. Türkiye İş Bankası, kurulduğu yıldan itibaren kültürel alanda bir dizi sorumluluk üstlendi. Bu alanda doğmakta olan kurumların sermaye gereksinimini karşıladı. Dönemin ünlü mizah dergisi Karagöz'ü destekledi. 1928 yılında kurulan Milliyet Matbaası Türk Anonim Şirketi'yle 1931 yılında kurulan Matbaacılık ve Neşriyat Türk Anonim Şirketi İş Bankası'nın diğer iştirakleriydi. Türkiye'de ilk radyo yayıncılığı ile haberlerin geniş kitlelere ulaşımında büyük bir devrim yaratacak olan Telsiz Telefon Türk Anonim Şirketi'nin 1926 yılında kuruluşunda da İş Bankası'nın sermayesi bulunuyordu. İnsanların radyo alıcılarına ihtiyacı vardı. Bunu sağlayacak olan Elektro Radyo şirketi de 1927'de yine İş Bankası'nın finansal katkılarıyla kuruldu. Ankara'nın sinema ihtiyacını, 1933 yılında İş Bankası'nın iştiraki Ankara Sinema İşleri Türk Limited Şirketi karşıladı. Yine Ankara'da Büyük Sinema'nın açılışı İş Bankası'nın desteğiyle gerçekleşti. 1937'de uzun yıllar Türk sinema sektöründe başı



çektecek olan Filmcilik Türk Anonim Şirketi FİTAŞ'ta da İş Bankası pay sahibiydi. İlerleyen yıllarda daha birçok kültür ve sanat etkinliği İş Bankası'ndan destek aldı. İş Bankası'nın bugün çok geniş bir yelpazeye erişen sanat ve müzecilik faaliyetleri, İş Sanat tarafından sürdürülüyor.

1940'lı yıllarda başlayarak Türk resim sanatının seçkin örneklerinden oluşturduğumuz ve bugün Türkiye'nin en zengin özel koleksiyonu haline gelen resim koleksiyonumuz, İstanbul ve Ankara'daki sanat galerilerimizde gerçekleştiren sergilerimiz, Mimar Sinan Güzel Sanatlar Üniversitesi bünyesinde kurduğumuz sanat eserleri konser-vasyon ve restorasyon laboratuvarı, Zeugma, Patara, Teos kazılarında ki sponsorluğumuz kültür-sanat alanındaki çalışmalarımız arasında değinebileceğimiz başlıklardan sadece bir kısmı...

Müzik ve sahne sanatları alanındaki faaliyetlerimiz, 2000 yılından beri İş Sanat Konser Salonu çatısı

altında sürdürülüyor. İstanbul'un kültür-sanat hayatındaki ayrıcalıklı yerini 19 yıldır sürdüren İş Sanat Konser Salonu, modern ve dinamik programı ile dünyanın ve ülkemizin önde gelen sanatçıları sahnesinde ağırlıyor. Klasik müzikten caz ve dünya müziğine, yerli projelerden dans gösterilerine birçok etkinliğe ev sahipliği yapan konser salonu renkli çocuk oyunları, genç yeteneklere fırsat tanıdığı Parlayan Yıldızlar konser serisi ve şiir dinletileriyle her yaşta sanatseverle buluşuyor. İstanbul Müzik Festivali başta olmak üzere, bu alandaki çeşitli faaliyetlere de destek sağlıyor.

İş Bankası, 100 yıla yaklaşan tarihi boyunca ülkemizin yaşadığı bütün büyük iktisadi ve toplumsal dönüşümlerde hep ülke menfaatlerini gözeterek, etkin ve öncü bir kurum olarak yerini almıştır. Kurumun tarihinde, ekonomimizdeki dönüşüm ve atılımlarla birlikte bankacılıktaki değişimi de görebiliriz. Ülkemizin iktisat politikaları ve bankacılık sektörünün gelişim sürecinden ayrı



Zuhal Üreten
Genel Müdür
İş Sanat

düşünemeyeceğimiz İş Bankası'nın 94 yıllık yolculuğu, milli iktisat tarihimiz açısından da büyük önem taşıyor.

1990'ların sonlarında başlayan kurum tarihi çalışmalarımızın ardından, 2007 yılında İstanbul'da Yenice Şubemizin tarihi binasını Türkiye İş Bankası Müzesi'ne dönüştürdük. İstanbul'daki Müzemizi açıldığından bu yana 1 milyon 400 bini aşkın kişinin ziyaret etmesi, toplumumuzun bu konudaki çalışmalara gösterdiği ilgi ve olumlu yaklaşımının bir işareti olarak görünüyor.

Ankara Şubemiz başta olmak üzere çeşitli bankacılık birimleri tarafından hizmet binası olarak kullanılan Ulus'taki 3. Genel Müdürlük binamız, Yönetim Kurulumuz tarafından müze olarak tahsis edildi ve ismi Türkiye İş Bankası İktisadi Bağımsızlık Müzesi olarak belirlendi. Ülkemizde aynı zamanda çağdaş bankacılığın öncüsü olan İş Bankası'nın bu alandaki faaliyetlerinin de izini sürmemizi sağlayacak olan Müzemizin, ziyaretçileri için değerli bir kaynak olacağını, Ankara'nın kültür-sanat hayatına yeni bir renk kattığını



düşünüyorum. Açılışından bu yana Müzemizin gördüğü ilgi de bu kanaatimi teyit ediyor.

2007 yılında İstanbul'da hizmete başlayan Türkiye İş Bankası Müzesi de, Ankara'da Mayıs ayında açılan İktisadi Bağımsızlık Müzesi de İş Bankası'nın toplumsal gelişime katkıda bulunma amacı kapsamında hayata geçirildi. Milli Mücadele'nin simgesel başlangıcı olan 19 Mayıs 1919 tarihinin 100. yılında Müzelerimizde eş zamanlı olarak açılışını gerçekleştirdiğimiz İstiklal Sergisi ile Cumhuriyetimizin ve aynı zamanda Bankamızın kurucusu Gazi Mustafa Kemal Atatürk'ü, silah arkadaşlarını ve yediden yetmiş bu mücadeleye katılan Anadolu'nun tüm isimsiz kahramanlarını bir kez daha saygıyla yâd etmek istedik. İzzeddin Çalışlar'ın küratörlüğünü üstlendiği, başta İş Bankası ile Askeri Müze olmak üzere ulusal ve uluslararası birçok arşivden seçilen 1.000'in üzerinde belge, fotoğraf, film ve orijinal objenin yer aldığı Milli Mücadele'nin 100. yılında "İstiklal" sergisi, bu ülkenin hangi zorluklar içinde kurulduğuna dair



ziyaretçileri duygusal bir yolculuğa çıkarıyor.

İş Sanat olarak önümüzdeki dönemde sunacağımız yeni projeler, konserler, sergiler, atölyeler için hazırlıklarımızı heyecanla sürdürüyoruz.

Finansal Planlama Gerçek Hayatta Nasıl Uygulanır? - 5

Bu 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 toplam yedi yazıdan oluşan bir dizi olarak ele alacağım.

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 "Analiz" adımını anlatmıştım, bu yazıda dördüncü basamak olan "Plan Oluşturma" başlığını açmak istiyorum. Bu noktaya kadar finansal planlamacı



Alparslan Budak
Bilimler Derneği Yönetim Kurulu Üyesi

müşterisiyle görüştü, beklentilerini öğrendi, ardından finansal duruma ilişkin somut verileri topladı, dış faktörleri ve beklentileri içeren bilgilerle harmanlayıp analizini yaptı. Şimdi sıra müşterinin finansal planını oluşturmaya geldi.

Finansal plan oluşturma, tüm bu sürecin en önemli aşaması. Çünkü bütün çaba, nihayetinde, bu planı oluşturmak için gösterilmekte, müşteri de danışmanlık ücretini bu plan için ödemektedir. Kısacası finansal plan, finansal planlama uzmanının sattığı üründür. Ürünün kalitesi de finansal planlama uzmanının mesleki becerisiyle orantılıdır.

Finansal planlamanın "sanat" kısmı bu aşamada ortaya çıkar. Aynı müşteriyi, aynı verileri iki ayrı finansal planlama uzmanına versek, iki

ayrı plan ortaya çıkar. Üstelik bu iki farklı planın ikisi de müşteriyi belirlediği hedeflere ulaştırabilir. Sonuçta, her ne kadar yöntemler ve ürünler farklılaşsa da, müşteriyi hedefine ulaştıran bu iki plan da aynı değerdedir.

Finansal Planın Nitelikleri

Finansal plan, her şeyden önce, yazılı olarak hazırlanmalıdır. Müşterinin finansal konulardaki bilgisi ve yetkinliği göz önünde tutularak, mümkün olduğunca terminolojiden uzak, kısa ve sade bir dille yazılmalıdır.

Giriş kısmında finansal planın özeti yer almalıdır. Öncelikle, müşterinin finansal hedefleri, ihtiyaçları ve risk toleransına yer verilmelidir. Çünkü finansal plan, bu hususlar göz önüne alınarak oluşturulur. Ardından, planın oluşturulması esnasında kullanılan varsayımlar belirtilir. Özet, son olarak, müşterinin alması gereken aksiyon önerilerini içermelidir. Aksiyon önerileri açık, net, müşteriyi harekete geçirecek tavsiyelerden oluşmalıdır.

Örneğin, "Bireysel emekliliğe aylık olarak sizin 1.000 TL, eşinizin de 1.000 TL ayırması uygundur. Maliyetleri göz önüne aldığımızda, size X Emeklilik Şirketinin planını tavsiye ederim. Fon tercihlerinizi %50 hisse senedi, %30 devlet tahvili, %20 yabancı menkul kıymet şeklinde yapabilirsiniz. Böylece, 20 yıl sonraki emekliliğinizde, şu anki

gelirinizin %80'ini elde etme hedefinize ulaşacağımızı hesaplıyoruz,” denilebilir.

Veya “Çocuğunuzun 15 yıl sonra ABD’de eğitim görmesi hedefinize ulaşmak için her ay 500 ABD\$’ını, şu an için en yüksek faizi veren X bankasında aylık vadeli mevduat hesabında biriktirebilirsiniz,” diye bir öneri verilebilir.

Veya “Düşündüğünüz gayrimenkul yatırımını, X bankasından 12 yıl vadeli ipotek kredisi alarak yapmanız sizin için en düşük maliyetli tercih olur,” denilebilir.

Bundan sonraki bölümler, aynı konuların detaylandırılmış açıklamalarından oluşmalıdır. Günümüzde artık finansal planlama yazılımları kullanılarak çok detaylı planlar oluşturulabilmektedir. Ayrıca, çeşitli görselleştirme araçları kullanılarak detaylar daha kolay anlaşılır hale getirilebilir.

Finansal Planın Geliştirilmesi

Finansal planlama uzmanı, öncelikle müşterinin hedeflerine odaklanmalıdır. Genelde müşterilerin birden fazla hedefi bulunmaktadır. Bazen bu hedefler birbiriyle çelişebilir de. Ancak, önceki aşamalarda bu hedefler müşteriyle birlikte karar verilerek önceliklendirildiği için, hedefler belirlenen önem sırasıyla ele alınmalıdır.

Planda her bir hedef ayrı ayrı incelenmeli, hedefe ulaşmak için kullanılacak stratejiler, yöntemler ve araçlar belirtilmelidir. Hedefe ulaşmak için birden fazla yaklaşım ve ürün kullanılabilir. Örneğin müşterinin dövize bağlı bir borcu varsa, kur riskini yönetmek için

farklı araçlar kullanılabilir. Finansal planlama uzmanı, kendisinin önerdiği yöntemi belirtir, ancak alternatif yöntemlere de plan içinde yer verir. Böylece müşteri, diğer alternatifleri de görerek kendisi için önerilen yöntemin uygunluğunu değerlendirebilir.

Planda, tavsiye edilenin dışındaki alternatif yöntemler gerekçeleriyle birlikte sunulur. Tavsiye edilen ürün ve yöntemlerin neden seçildiği, diğer yöntemlerin neden tercih edilmediği, müşterinin anlayacağı şekilde ifade edilir. Örneğin “bu yöntem yüksek riskli olduğu için sizin risk toleransınıza uygun değildir” veya “bu ürün kısa vadeli olduğu için sizin uzun vadeli hedeflerinizle uyumlu değildir” gibi açıklamalara yer verilebilir. Müşteri, finansal planlama uzmanının kendisi için olası her alternatifi değerlendirdiğinden ve kendisine en uygun yöntemi önerdiğinden emin olmalıdır.

Finansal Planın Sunulması

Finansal plan, başlangıçta yapılan anlaşmada tanımlandığı şekilde müşteriye sunulur. Eğer müşteri sadece finansal plan oluşturulmasını ve kendisine iletilmesini tercih ettiyse, bu durumda plan müşteriye eposta ile veya normal posta ile iletilebilir. Gene, eğer anlaşma müşteriye belli koşullarda soru sorma imkânı tanıyorsa, müşteri olası sorularını yazılı olarak iletir veya bir telefon görüşmesiyle plan üzerinde görüşmeyi talep edebilir. Veya plan, müşteriyle yüz yüze görüşerek de sunulabilir ki genelde tavsiye edilen durum budur.

Plan, yukarıda özetlenen akışa uygun olarak, önce müşterinin hedeflerini sıralayarak, ardından tek tek o hedeflere nasıl ulaşılacağı tanımlanarak anlatılır. Alternatif yöntemler ve neden öncelikle tercih edilmedikleri açıklanır. Finansal planlama uzmanı kendi görüşünü ve tavsiyelerini açıklar, ancak ısrarcı olmaktan kaçınır. Müşterinin soruları ve tercihleriyle bu aşamada da plan revize edilebilir. Neticede plan müşteri için hazırlanmaktadır ve nihai karar verici müşteridir.

Unutulmaması gereken bir diğer husus da, planın müşterinin o günkü şartları göz önüne alınarak hazırlandığıdır. Müşterinin şartları değiştiğinde, örneğin evlendiğinde, boşandığında, çocuk sahibi olduğunda, işini kaybettiğinde vb. durumlarda, planın değişmesi gerektiği müşteriye açıkça anlatılmalıdır.

Sonuç

Plan oluşturma, finansal planlama sürecinin en önemli aşamasıdır, çünkü müşteriye özgü olarak tasarlanan “ürün” bu aşamada ortaya çıkmaktadır. Finansal plan, kısa, net, açık ifadelerden oluşmalı ve müşteriye bir aksiyon almaya yönlendirmelidir. Müşteriyle birlikte belirlenen her hedef tek tek ele alınmalı, hedefe ulaşmak için önerilen strateji, yöntem ve araçlar, alternatifleriyle birlikte değerlendirilmelidir. En sonunda da oluşturulan öneri ve tavsiyeler müşteriye sunulup üzerinde mutabık kalınmalı, veya müşterinin tercihlerine göre revize edilmelidir. Müşteriyle plan üzerinde mutabık kalındıktan sonra, sıra planın uygulamasına gelecektir.

Yapı Kredi Portföy ve FODER'den “Bütçesini Bilen Çocuklar” Eğitimi

Yapı Kredi Portföy, Finansal Okuryazarlık ve Erişim Derneği (FODER) iş birliği ile tüm dünyada düzenlenen Küresel Para Haftası (Global Money Week) kapsamında yaklaşık 250 çocuğa kendi çalışanlarıyla birlikte “Bütçesini Bilen Çocuklar” eğitimi verdi. FODER'in Beşiktaş Orgeneral Kamil Güzey İlkokulu'nda düzenlediği eğitimde miniklerle buluşan Yapı Kredi Portföy, böylelikle FODER'in projelerinde aktif olarak görev alan ilk portföy yönetim şirketi oldu. Yapı Kredi Portföy Genel Müdürü Emir Alpay, sürdürülebilir kalkınma için finansal okuryazarlık seviyesinin artırılmasının büyük önem taşıdığını belirterek, “Bu doğrultuda para yönetiminde bilgiye dayanarak etkili karar verme becerisinin erken yaşlarda edinilecek alışkanlıklarla kazanılacağını düşünüyoruz. Dolayısıyla bizler gibi finans sektöründe faaliyet gösteren kurumların ve bu kurumlarda çalışan profesyonellerin çocuklara ve gençlere verilecek finansal okuryazarlık eğitimlerini gönüllü olarak desteklemelerini değerli buluyoruz,” dedi.

Alpay, “Yapı Kredi Portföy olarak bütçesini bilinçli yöneterek tasarruf yapabilen gelecek kuşakların yetişmesine katkı sağlama hedefiyle FODER ile el ele verdik. Bir üyesi olduğumuz FODER'in projelerinde çalışanlarıyla birlikte aktif olarak görev alan ilk portföy yönetim şirketi olmaktan mutluluk duyuyoruz. Önümüzdeki dönemde de bu işin



profesyonelleri olarak FODER'le birlikte yeni projeler üretmeyi planlıyoruz,” diye konuştu. FODER eğitiminde çocuklarla bir araya gelerek etkinlikte görev alan Yapı Kredi Portföy çalışanları Kurumsal Yatırımcı'nın etkinlik konusundaki sorularını cevapladılar.

Kurumsal Yatırımcı: Ülkemizde Finansal Okuryazarlık hangi seviyededir?

Tuba Oral Yurter: Ülkemiz maalesef bu konuda dünya ortalamasına göre oldukça geride yer alıyor. FODER'in web sitesinde okuduğum S&P'nin araştırmasına göre de 144 ülkede 150 bin kişiyle yapılan araştırmada Türkiye 120. olmuş. Diğer yandan 15-34 yaş arasının

daha bilinçli olduğu gözlemlenmiş ki bu da ümit vaat ediyor.

Devran Şimşek: Tuba'nın da bahsettiği gibi maalesef bu konuda çok gerideyiz ve sadece çocukların değil yetişkinlerin de bütçe yapmaktan başlayarak finansal ürünlere kadar geniş bir yelpazede eğitilmeleri gerekiyor. Bu konuda da FODER gibi, sektör profesyonellerinin önderliğinde kurulmuş bir derneğin varlığı çok mutlu edici.

Kurumsal Yatırımcı: Finansal okuryazarlığı arttırmak için ne gibi çalışmalar yapılabilir?

Mehmet Özgür Karabağ: Üniversite öncesinde yatırım araçlarını ve kavramlarını genel olarak tanıtan ama bunu doğru yapan dersler ve

seminerler verilmeli. Yetişkinler için ise ülkemizde profesyonel yatırım danışmanlığı mesleğinin gelişmesinin önemli olduğunu düşünüyorum.

Ceren Angılı: FODER çatısı altında toplumun her kesiminden ve farklı yaşlardaki bireylere uygun projeler gerçekleştiriliyor. Sadece finansal piyasalar açısından değil, en basit örnekle ev ekonomisi yaparken bile insanların çok zorlandığını görüyoruz. Bu derneğin uzun dönemde toplumsal refahı arttırırken, aynı zamanda kişisel mutluluğa kadar aklımıza gelmeyecek genişlikte katkıları olacağına inanıyorum. Bu noktada da bizim gibi profesyonellerin bireysel olarak gönüllülük ile çok daha geniş kitlelere erişerek, bilgilerini paylaşabileceğini düşünüyorum. Diğer yandan ise bu konuya kurumların son dönemde artan bir farkındalığı olduğunu görüyoruz. Bu da önümüzdeki zamanda bu projelerin hızlanacağına göstergesi. Bu hareketin derinleşmesi ve tabana yayılması için kurumların desteği şart.

Kurumsal Yatırımcı: Çocuklara bu eğitimi vermek nasıldı? Eğitim esnasında yaşadığınız tecrübelerden bahseder misiniz?

Didem Ural: Çok keyifli bir tecrübeydi. Özellikle bizim eğitim verdiğimiz çocuklar öncesinde de tasarruf ve birikim hakkında biraz da olsa bilgi sahibi oldukları için konuya katılımları oldukça fazla oldu. Özellikle eğitimi interaktif yapmamız, onların da katılım sağlayabilmeleri, çocukları çok heyecanlandırdı ve motive etti. Dolayısıyla ile bu yaşta da olsa geleceğin gençlerinin bu bilinçle büyüyor ve yetiştiriliyor olması ümit verici oldu.

Tuba Oral Yurter: İlk başta çok heyecanlandım. Girdiğim sınıf küçük



yaş grubuydu. Nasıl yaparım acaba derken çocuklar Bitcoin'den bahsedince, bilmelerine hem şaşırım hem sevindim. Eğitim sırasında gördüm ki finansal okuryazarlık ile anlattığımız bilgiler hakkında hepsi konuya hakimdi. Katılım ve sorularla çok güzel bir saat geçirdik.

Kurumsal Yatırımcı: Öğrencilerin ilgileri nasıldı?

Ceren Angılı: Çocuklar da eğitim verdiğimiz okul öğretmenleri de çok misafirperverlerdi ve bizi mutlulukla karşıladılar. Öğrenciler de farklı bir ders saati geçirmekten çok keyif almış gözüküyorlardı. Verdiğimiz eğitim onların da katılımını sağlayacak bir içeriğe sahipti, dolayısıyla onların da ilgisi hep derste kaldı. Kişisel olarak da çok mutlu eden birkaç saat idi, çocukların enerjisi ve neşesi gerçekten beni bambaşka bir dünyaya götürdü.

Devran Şimşek: Öğrenciler çok ilgililerdi, interaktif bir eğitim oldu,



özellikle tasarruf ve birikim konusundaki bilgileri beni geleceğe karşı ümitlendirdi.



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

FON DÜNYASINDAN HABERLER

Gençler için fonların performans ve maliyeti etğın önünde geliyor

Yatırım Fonları Network'ü Calastone tarafından yaptırılan bir araştırmaya katılan Milenyum kuşağı yaş grubunun yarısından çoğu yatırım fonu seçerken uzun vadeli getiri ve komisyon ücretlerini ön planda tuttıklarını, üçte birinden daha azı ise çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) gibi etik nedenleri göz önüne aldığını söyledi. Araştırmada, genç yatırımcılar için ÇSY'nin yüksek önem arz ettiğini savunan mevcut kanının tersine, gençlerin sadece %32'sinin yatırım yaparken etik veya diğer iyi nedenlerin önemli olduğunu düşündüğü ortaya çıktı. Anket katılımcılarının gündemindeki ikinci başlık, şirketin yatırım stratejisinin şeffaflığı olarak yer aldı. Yaşları 23-35 arası olan "milenyum kuşağı" katılımcıların %53'ü bunu nasıl yatırım yapacağına karar verirken dikkate aldıklarını belirtti. Bununla birlikte gençlerin çoğu için yatırımın diğer faaliyetler kadar gündemlerinde yüksek bir sırada olmadığı da ortaya çıktı. Ankete göre, ortalama

olarak katılımcıların %40'dan azı finansa yönelik aktif bir ilgiye sahip iken, %69'u seyahat, %61'i sosyal medya ve %58'i video oyunları ile ilgili...

Anketin 3000 katılımcısından neredeyse yarısı yatırımları sınırlı anlama kapasitesine sahip olduğunu belirtirken, Calastone bu durumun yatırım yapma kabiliyetini engelleyebileceğine işaret etti. Buna karşılık, yatırım için bir iştah da var. Katılımcıların yatırım tecrübesi olan %80'inden fazlası gelecekte daha fazla yatırım yapmayı istediklerini belirtirken, yatırım tecrübesi olmayanların %70'i de yatırım yapmayı istediklerini kaydetti.

Gençlerin harcama alışkanlıklarında gelir düzeyinin de rolü var. Milenyum kuşağı için ücretlerdeki düşük artışlara dikkat çeken Calastone'a göre, "Portföy yöneticileri için bu nüfus grubunun ihtiyaçlarını daha iyi anlamaları ve stratejilerinin bunlarla uyumlu olmasını sağlamaları artık bir zorunluluk."

X jenerasyonu sonrası kuşak tek-

nolojiye de özel bir ilgi gösteriyor, milenyum kuşağının büyük bölümü bunu yaşamlarına adapte etmiş durumdadır. Araştırma da, katılanların üçte ikisinin Google ve Apple gibi büyük teknoloji şirketlerinden yatırım almaya açık olabileceklerini ortaya koydu. Calastone bu sonuca karşılık, teknoloji markalarının kurduğu güven ortamında portföy yönetimi sektörüne tehdit oluşturabileceklerine, sektörün rekabetçiliğini nasıl koruyacağını düşünmesi gerektiğine dikkat çekti.



Millennials and investing: a detailed look at approaches and attitudes across the globe

Research Report

Calastone

Yeni tasarruf planları Norveçlileri fonlara yöneltti

Norveç Fon ve Portföy Yönetimi Derneği (Norwegian Fund and Asset Management Association-VFF) verilerine göre, geçtiğimiz yıl Norveçli bireysel yatırımcıların finansal kurumlardan fonlara para yönlendiren tasarruf planlarının sayısında %6 artış olduğu kaydedildi. Geçen yıl içinde bu tür tasarruflar için 52,310 yeni kontrat imzalandı ki, bunların %38'i aksjesparekonto olarak adlandırılan ülkede kişisel bazda vergi etkin tasarrufları büyültmeye yönelik yeni hesap türünü içerdi. VFF, fonlara yatırım içeren tasarruf planlarının toplam sayısının 905,292 olduğunu açıkladı. Birçok durumda menkul kıymet fonlarına banka hesabından aylık transfer yapıldı. Yıl içinde ortalama olarak bu şekilde

aylık alınan fon paylarının tutarı da %88 milyon'a ulaştı. Akjesparekonto hesap türü, 2017 sonbaharında çıktı. İstatistikler bu tür hesap yoluyla yapılan tasarrufların aylık bazda diğerlerinden daha fazla tasarruf sağladığını gösteriyor. VFF CEO'su Bernt S. Zakariassen, hisse senedi ve dengeli fonlara düzenli aylık yatırımın uzun vadeli tasarruf için en iyi olabileceğine ilişkin kuvvetli bir görüş olduğunu söyledi. Norveçliler her ay ortalama olarak 958 Norveç kronu (%97) tasarruf yapıyorlar. Tasarruflarda dikkat çeken bir diğer trend ise yaş gruplarına yönelik. Kontratlı tasarruf planlarının çoğu 40-59 yaş kuşağı tarafından tutuluyor. Buna karşılık, plan sayısında oransal olarak geçtiğimiz yıl içinde



en büyük artış ise %12 ile 25-39 yaş kuşağında gerçekleşmiş. Bu şekilde tasarruf edilen varlıkların %62'si ise erkeklere ait bulunuyor.

Küresel smart beta uygulaması zirvede

Küresel kurumsal yatırımcılar arasında smart beta stratejileri, sektörde tarihinin en yüksek düzeyinde uygulama alanı bulmuş görünüyor. Geçen yıla göre %10 oranında bir artışla bu yıl yatırımcıların neredeyse %60'ı bu stratejileri benimsemiş durumda. FTSE Russell tarafından yapılan bir ankete göre, Avrupalı portföy yöneticileri smart beta uygulamasında %65 ile önde gelmeye devam ederken, dünyanın diğer bölgelerinde de uygulama oranları yükseliş gösterdi. Uluslararası portföy sahiplerinin yaklaşık %80'i "bir smart beta endeks bazlı stratejiyi ya uygulamış durumda ya değerlendiriyor ya da değer-

lendirmeyi planlıyor." Firmanın araştırma ve yenilikten sorumlu yöneticisi Rolf Agather'e göre, "Riskin azaltılması, getiriye artırma ve gelişmiş çeşitlendirme küresel olarak kurumsal yatırımcılar arasında smart betanın benimsenmesini sağlamaya devam ediyor." Agather, smart betada büyümenin özellikle çoklu faktör kombinasyonlu stratejilerde devam etmesini beklediklerini ifade etti. Anket katılımcılarından Avrupa, çevresel, sosyal ve yönetim faktörlerinin smart beta stratejilerine katılmasında geçen yılki %55 düzeyinden bu yıl %77'ye çıkarak liderlik etti. Rapor, çoklu faktör

stratejisi kullanımının yatırımcılar arasında en yaygın olan strateji olduğunu da ortaya koydu. Bu stratejinin kullanımı %22 düzeyinden bu yıl %71'e yükseldi. Araştırmaya 178 küresel portföy sahibi katılırken, bunların %46'sı Kuzey Amerika, %29'u Avrupa ve %19'u Asya-Pasifik bölgesi olarak dağıldı.



Avrupa'da fon operasyon yöneticileri büyüme fırsatlarına odaklı

Avrupa'da 100 buy-side fon operasyon yöneticisinin katıldığı bir araştırma, yeni pazarlara ulaşmak için yardım bulmak ve portföy akışını kolaylaştırmanın birçok fon yönetimi operasyonel bölüm patronu için en önemli öncelikler olduğunu ortaya koydu. Yatırım yönetimi sistem sağlayıcısı Simcorp tarafından yapılan araştırmaya katılanların %49'u "yeni pazarlara giriş desteği"nin 2019 yılı için en önemli stratejik öncelik olduğunu söylediler. İkinci öncelik ise %48 tarafından belirtilen "portföy akışını kolaylaştırma" oldu. Söz konusu bulgular Simcorp'un 'Achieving operational agility and outperformance' başlıklı

raporunda yer aldı. Katılımcılara en önemli üç önceliklerinin sorulduğu araştırma sonuçları için Simcorp, bulguların portföy yönetimi sektöründe son 12 ay içinde "firmaların kaybettikleri zemini geri alabilme girişimiyle büyüme fırsatlarına yenilenmiş bir odaklanma" ile bir değişim olduğunu gösterdiğini kaydetti. Performansa güç vermek (%47) üçüncü öncelik olurken, operasyon maliyetlerini azaltmak ile ilgili önceliklerin üzerinde yer aldı. Bununla birlikte, otomasyonu başarmak, veri "altın kaynağı" veya - yatırım kayıt defteri- yaratmak ile birlikte stratejik önceliklerde %41 ile yukarılarda olmaya devam etti. Simcorp, "Yeni düzenlemeler, jeo-



politik belirsizlik, ücret baskısı ve satın alma & birleşmelerle çalkantılı bir yıla rağmen, bulguların Avrupalı buy-side yöneticilerin yeni bir ileriye düşünen görünümle, bir dönemeci döndüklerini gösterdiği" değerlendirilmesinde bulundu.

Doğru nakit tahmini ve veri merkezileştirmesi ön ofis için en önemli iki zorluk olarak ortaya çıkarken, veri toplama ve yapılmış verinin etkin işlenmesi de alternatif yatırımlar ve özel borçlanma için ana öncelikler olarak belirtildi. Yöneticilerin %58'i bu zorluğu azaltmanın bir yolu olarak egzotik ürünlere yatırımları sınırlandıracaklarını ifade etti.

İlk eSports BYF Londra Borsası'nda işleme başladı

ABD ve dünyanın önde gelen Borsa Yatırım Fonları yöneticisi VanEck, Vectors Video Gaming and eSports Ucits ETF isimli ilk video oyunu ve eSports segmentindeki Borsa Yatırım Fonu'nu Londra Borsası'na kote etti. VanEck Vectors Video Gaming and eSports Ucits ETF, yatırımcılara video oyunu ve eSports segmentinde aktif şirketlerin performansını takip etme fırsatı veriyor. MVIS Global Video Gaming and eSports endeksinin, ücret ve masraflardan önce, fiyat ve getiri performansını olabildiğince yakından kopyalamayı hedefliyor. Küresel endeks, küresel video oyunu ve esports segmentinin değer gelişiminin haritasını yapıyor ve, sadece-oyun kavramı altında, yalnız cirosunun yarısından fazlasını video oyunu ve esports alanından elde eden şirketleri kapsıyor.

Dönüşümcü bir büyüme aşamasında olan video oyun piyasasında, 2019 yılı cirosunun geçen yıla göre yaklaşık %10 artışla \$150 milyar'a ulaşacağı tahmin ediliyor. Sektörde büyümenin itici güçlerinden birisi profesyonel, rekabetçi video oyununun yükselişi. Örneğin, NFL Superbowl ABD'deki seyirci sayısı 2018'de 106 milyon iken, "League of Legends 2018 World Championships" finalini dünya çapında 100 milyon kişi izledi. Bu yıl profesyonel esports etkinliklerinde seyirci sayısı 454 milyona ulaşabilir. Genç ve zengin izleyici kitlesinden yararlanan esports, 2015 yılından beri ortalama olarak yaklaşık %40 ciro büyümesi kaydetti. VanEck yöneticileri, Asya'nın bu gelişimde başı çektiğine ve küresel esports izleyicisinin yaklaşık %50'sini oluşturduğuna dikkat çektiler. Çin'de 2022 yılında yapılacak Asya Oyunları



için esports'un geleneksel spor dallarının yanında resmi oyun olacağı belirtildi. Avrupa'da Schalke 04, Manchester City, Ajax Amsterdam ve Paris St-Germain gibi tanınmış kulüpler de dijital trendi takip ederek, kendi esports bölümlerini kuruyorlar. Esports'un video oyununu oturma odalarından statlara taşıdığına dikkat çeken VanEck yöneticileri, yerleşmiş video oyun şirketlerinin esports dalındaki yükselişten işbirlikleri, lig sahiplikleri, sponsorluk, franchising ve diğer pazarlama yöntemleriyle en fazla yararlanacak kesim olduğunu ifade ettiler.

Nobel ödüllü Richard Thaler Pimco'nun danışmanı oldu

Nobel ödülü sahibi ekonomist Richard Thaler, Pacific Investment Management Co.'nun (Pimco), emeklilik ve davranışsal iktisat konusunda kıdemli danışmanı oldu. Pimco'dan yapılan açıklamada, Thaler'in emeklilik tasarrufu konusunda karar verme araştırması yapacağı belirtildi. Pimco, iş sonrası hayat için hazırlanan müşterileri için ürün ve

hizmet tasarlamada Thaler'in uzmanlığını kullanacak. Chicago Booth School of Business üniversitesi hocası olan Prof. Thaler, 2017 yılında insani kişisel özelliklerin bireysel iktisadi kararları nasıl yönettiği ve daha geniş piyasaları nasıl etkilediğine yönelik çalışması ile iktisat bilimi alanında Nobel ödülüne layık görülmüştü. Pimco geçen yıl Şikago'daki üniversite ile davranışsal bilimler üzerine

araştırmaları desteklemek üzere işbirliği yapacağını açıklamıştı.



İslami Finans 2019-2020 büyümesi %5 bekleniyor - S&P

Küresel İslami finans sektörünün 2019-2020 yıllarında yavaş büyümesini sürdürmesi bekleniyor. Bununla birlikte kapsayıcı standartlaşma, fintek ve sektörün sosyal rolü üzerine odaklanma gelecek birkaç yıl içinde büyümenin itici gücü olabilir. S&P Global Ratings tarafından açıklanan raporda yer verilen tahminlere göre, belli başlı çekirdek pazarlardaki durgun ekonomik şartlara bağlı olarak, İslami finans sektörü 2019-2020 yıllarında sadece %5 büyüme gösterecek. S&P Global Ratings İslami Finans bölümü başı Mohamed Damak, "Fintek, işlemleri daha hızlı, daha güvenli ve daha kolay uygulanır hale getirerek büyümeyi canlandırabilir. Çekirdek piyasalar BM Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri'ni uyguladıkça, ve ihraççı ve yatırımcılar çevre, sosyal ve yönetim konularına daha duyarlı oldukça, İslami finansın sosyal rolünün de yeni büyüme fırsatlarını ortaya çıkarabileceğine inanıyoruz," dedi.



Petrol fiyatları ve jeopolitik riskler gibi anahtar parametrelerdeki dalgalanmalar nedeniyle 2019 yılında piyasanın çok daha iyiyeye gitmesi beklenmiyor. Bankacılık varlıklarındaki büyüme de hemen hemen tüm çekirdek İslami finans piyasalarında yavaşladı. Türkiye ve İran önümüzdeki 12-24 ay sürmesi beklenen trendde inişler ediyorlar. Malezya, Endonezya ve Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi (GCC) ülkeleri sektördeki büyümenin az sayıdaki kaynağı arasında bulunuyor.

Raporda, ekonomik devre bir aşamada dönebileceği için, gelecek iki yıl boyunca düşük-tek-basamaklı-büyümenin makul bir varsayım olduğu kaydedildi.

İslami finans sektörü sukuk piyasasından gelen güçlü destekle 2017 yılında %10 büyüdükten sonra, 2018 yılında %2 civarında genişleme kaydetti. 2017 yılındaki büyümenin önemli kısmı GCC ülkelerinin dev sukuk ihraçlarından kaynaklandı. Ancak 2018 yılında bu ihraçlar %5 civarında azaldı.

Küresel smart beta uygulaması zirvede

Küresel kurumsal yatırımcılar arasında smart beta stratejileri, sektörde tarihinin en yüksek düzeyinde uygulama alanı bulmuş görünüyor. Geçen yıla göre %10 oranında bir artışla bu yıl yatırımcıların neredeyse %60'ı bu stratejileri benimsemiş durumda. FTSE Russell tarafından yapılan bir ankete göre, Avrupalı portföy yöneticileri smart beta uygulamasında %65 ile önde gelmeye devam ederken, dünyanın diğer bölgelerinde de uygulama oranları yükseliş gösterdi. Uluslararası portföy sahiplerinin yaklaşık %80'i "bir smart beta endeks bazlı stratejiyi ya uygulamış durumda ya değerlendiriyor ya da değerlendirmeyi planlıyor."

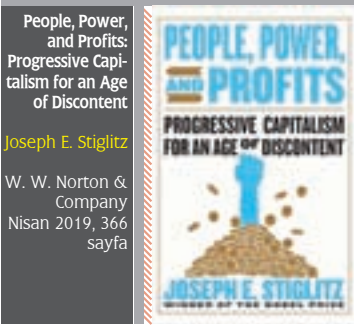
Firmanın araştırma ve yenilikten sorumlu yöneticisi Rolf Agather'e göre, "Riskin azaltılması, getiriyi artırma ve gelişmiş çeşitlendirme küresel olarak kurumsal yatırımcılar arasında smart betanın benimsenmesini sağlamaya devam ediyor." Agather, smart betada büyümenin özellikle çoklu faktör kombinasyonlu stratejilerde devam etmesini belediklerini ifade etti.

Anket katılımcılarından Avrupa, çevresel, sosyal ve yönetim faktörlerinin smart beta stratejilerine katılmasında geçen yılki %55 düzeyinden bu yıl %77'ye çıkarak liderlik etti. Rapor, çoklu faktör stratejisi kullanımının yatırımcılar arasında en yaygın olan strateji olduğunu da ortaya koydu. Bu stratejinin kullanımı %22 düzeyinden bu yıl %71'e yükseldi.

Araştırmaya 178 küresel portföy sahibi katılırken, bunların %46'sı Kuzey Amerika, %29'u Avrupa ve %19'u Asya-Pasifik bölgesi olarak dağıldı.



Nobelli Stiglitz'ten ilerici kapitalizm için öneriler



Columbia Üniversitesi öğretim üyesi ve Nobel ödüllü ekonomist Joseph Stiglitz, serbest piyasa köktendincilerini saf dışı etmek ve ekonomimizi geri kazanmak için bizlere meydan okuyor.

Sanılanın aksine Amerikan ekonomisinin tüm sektörlerine büyük birkaç şirket hükmetmeye başladı ve bu da adeta roket hızıyla artan eşitsizliğe ve yavaş büyümeye katkıda bulunuyor. Joseph E. Stiglitz'in yeni kitabı İnsan-

lar, İktidar ve Karlar: Hoşnutsuzluk Çağı İçin İlerici Kapitalizm'de (People, Power, and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent) açıkladığı gibi, durum korkunç. Stiglitz, bu kitabında, neoliberal politikalara eleştiriler yönelterek, "İlerici Kapitalizm" kavramını ortaya attı. Stiglitz, "ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerde uygulanan 40 yıllık neoliberalizm deneyiminden sonra, artık neyin işe yaradığını biliyoruz. Serbest piyasaların herkese maddi refah getireceğini söyleyen neoliberal fanteziyi artık bir kenara atmalıyız," diyor.

Finans endüstrisi bir şekilde kendi düzenlemelerini yaptırmayı başardı, teknoloji şirketleri çok az gözetim altında kişisel veri topladılar ve ABD hükümeti

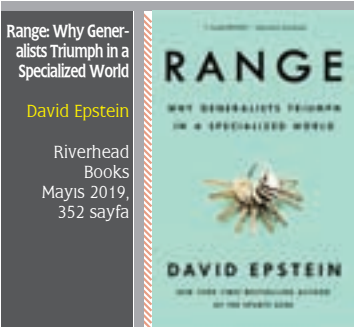
işçilerin çıkarlarını en iyi şekilde temsil etmeyen ticaret anlaşmaları yaptı. Çok fazla kişi servet yaratma yerine, başkalarını sömürerek servetlerini kazandı. Bir şey yapılmazsa, yeni teknolojiler sorunları daha kötü hale getirerek eşitsizliği ve işsizliği artırabilir. Stiglitz, kitabında refah ve yaşam standartlarındaki artışın gerçek kaynaklarını, bilim ve teknolojiye dayanan araştırmalar çerçevesinde tanımlıyor. Kitabında, orta sınıf bir yaşamın bir kez daha herkes tarafından nasıl elde edilebileceğini gösteren Stiglitz, serbest piyasa köktencilüğünün öngörülebilir tehlikelerinin dökümünü çıkartıyor ve ABD'nin bir krizde olduğunu ancak bu zorlu zamanda yol gösterici bir ışığın da yanmakta olduğunu

vurguluyor.

Kitap hakkında çıkan yorumlarda; Nobel ödüllü bir başka ekonomist Paul Krugman, "Joseph Stiglitz çığınca büyük bir ekonomist" derken, Guardian gazetesinde Andrew Anthony, "Stiglitz, Paul Krugman ve Thomas Piketty ile birlikte 21. yüzyıl tarzı küresel kapitalizmin önde gelen ekonomik eleştirilerinin başında geliyor," diyor.

New York Times yazarı Nicholas Kristof ise, "Danga vuran bir okuma" derken, yine New York Times'tan Michiko Kakutani, "Finansal erimenin nedenlerinin net bir analizi" yorumunu yapıyor. Rolling Stone dergisinden Jared Bernstein, "Bir netlik modeli" ve Financial Times'tan John Kay ise, "Finansal krizle ilgili şu ana kadarki en iyi kitap" diyor.

Başarıya götüren yol: Uzmanlaşmak değil çeşitlilik



Bir New York Times çok satanı var karşımızda... David Epstein'in kaleme aldığı Çeşitlilik: Genel Kültürlü Kişiler Uzmanlaşmış Bir Dünyada Neden Zafer Kazanırlar? (Range: Why Generalists Triumph in a Specialized World) performans artırmanın peşinde olan patronlar, ebeveynler, koçlar, öğretmenler için temel bir okuma... Birçok uzman, bir beceri geliş-

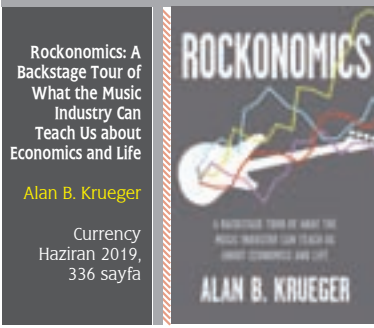
tirmek, bir enstrüman çalmak veya kendi alanında en iyi olmak isteyen herkesin erken başlaması, yoğun bir şekilde odaklanması ve mümkün olduğu kadar çok saatlerce uygulama yapması gerektiğini savunuyor. Eğer ara verir veya geciktirirseniz, önceden başlayan insanları asla yakalayamazsınız. Ancak, profesyonel atletlerden Nobel ödüllü bilim insanlarına kadar dünyanın en iyileri hakkındaki araştırmalara yakından bakmak, erken uzmanlaşmanın kural değil istisna olduğunu gösteriyor. David Epstein, dünyanın en başarılı sporcularını, sanatçılarını, müzisyenlerini, mucitlerini, tahmincilerini ve bilim adamlarını inceledi. Birçok alanda -özellikle karmaşık ve öngörülemeyen

olanlarda- uzmanların değil, genel kültürçülerin üstünlük kazandıklarını keşfetti. Genelleme yollarını genellikle geç bulurlar ve bir konuya odaklanmak yerine pek çok ilgi alanına girerler. Ayrıca, daha yaratıcı, daha çevik olurlar ve uzmanlaşmış meslektaşlarının göremediği bağlantıları kurabilirler.

Profesyonel bir poker oyuncusu ve konuyla ilgili kitapların yazarı Maria Konnikova, bu kitabın sizi öğrenme, düşünme ve var olmanın doğası hakkında yeniden düşünmeye zorlayacağını, öğrenme ve kariyer yolları hakkında düşüncelerinizi bildiklerinizi gözden geçirmeye zorlayacağını vurguluyor. Konnikova, "Ayrıca dünyadaki en başarılı insanların

yaptıklarını nasıl ve neden yaptıklarını da anlayacaksınız," diyor. Wall Street Journal'daki yazıda, "Geç başlayanlar adına iyi desteklenmiş ve soluksuz okunan bir kitap. David Epstein'in bize gösterdiği gibi, uygulama yelpazesi bizi beklenmeyen şeylere hazırlar," denilirken, New York Times Book Review, "Hikâye anlatımı çok çarpıcı, verilerin kullanımı ve dersler o kadar çarpıcı bir şekilde çerçevesiz ki; okumak bir zevk... Düşündürücü bir materyal zenginliği," yorumunu yaptı. Daha önce The Sports Gene adlı bir çok satanın yazarı olan David Epstein, çevre bilimi ve gazetecilik konusunda yüksek lisans sahibi... Epstein, ProPublica ve Sports Illustrated gibi yayınlarda araştırmacı gazetecilik, yazarlık yaptı.

Müzik endüstrisi ile ekonominin ilkelerini açıklamak...



Rockonomics: Müzik Endüstrisinin Ekonomi ve Yaşam Hakkında Bize Ne Öğretebileceğinin Sahne Arkası Turu (Rockonomics: A Backstage Tour of What the Music Industry Can Teach Us about Economics and Life) eğlenceli, eğitici ve aydınlatıcı bir kitap...

Yazarı Princeton Üniversitesi eski profesörü Alan B. Krueger, ABD eski Başkanı Barack Obama döneminde, Ekonomik Danışmanlar Konseyi başkanlığı yaptı. Krueger, süperstar sanatçılardan müzik uzmanlarına, yöneticilerden girişimcilere müzik endüstrisini, ekonominin temel ilkelerini ve ekonomik hayatımızı şekillendiren güçleri açıklamamanın bir yolu olarak kullanıyor. İyi bir müzik dinleyicisi olan Alan B. Krueger, bu yılbaşında yaşamına son vermişti. Bu nedenle,

son kitabı olan Rockonomics, Krueger ve sevenleri için fazlasıyla özel...

Müzik endüstrisi, günümüz ekonomisinin öncü bir göstergesi; en son teknoloji dalgası tarafından işleri bozulan ilk sektörler arasında yer alıyor. Krueger kitabında, müzisyenlerin yeni şarkılar yaratma ve satma, konser turlarının nasıl yapıldığı gibi konuları inceliklerle inceleyerek, sektördeki ve buna bağlı diğer sektörlerdeki işletmeler ve çalışanlar için uyum sağlama konusunda değerli dersler sunuyor.

Önde gelen grup üyeleri, müzik yöneticileri ve girişimciler yapılan görüşmeleri, den ve gelirler, telif hakları, turlar ve ticari ürün satışlarından elde edilen son verileri de kullanarak, müzik endüstrisinin gerçekte nasıl çalıştığını gösteriyor. Ayrıca, sahne arkasına da geçerek müzik endüstrisi ekonomisinin son yıllarda ne oranda ve ne kadar süredir radikal bir dönüşüm geçirdiğini ortaya koyuyor. Dijitalleşmeden ve internet üzerinden müzik akışı sağlamadan önce, rock yıldızları gelirlerinin büyük kısmını rekor satışlardan elde etti. Bugün, şarkı satışın-

dan elde edilen gelir, James Taylor ve Taylor Swift gibi süper starlar için bile azaldı. Bugünlerde gerçek para konser satışlarından geliyor.

Örneğin, 2017'de Billy Joel canlı performanslarından 27.4 milyon dolar ve satışlardan ve yayınlardan ise 2 milyon dolardan az para kazandı. Bugün müzik tarihindeki herkesten daha fazla şarkı yazar ve kaydeden Paul McCartney bile, bugünkü konserlerden elde ettiği gelirin yüzde 80'ini kazanıyor.

Krueger sıkça sorulan soruları ele alıyor: Bir şarkı nasıl popüler hale geliyor? Peki, yeni bir sanatçı bugünün kazanmaya devam eden ekonomisinde nasıl ortaya çıkıyor? Müzisyenler ve gündelik işçiler dijital ekonomide nasıl para kazanıyor?

Kitap hakkındaki yorumlara gelince; müzisyen ve yapımcı Quincy Jones, "Kesinlikle mükemmel bir zeka... Sol ve sağ beyin dengesinin tanımı" diyor.

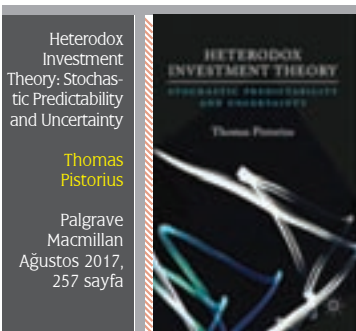
Müzik endüstrisi avukatı ve "All You Need to Know About the Music Business" adlı kitabın yazarı Donald Passman,

"Rockonomics, müzik endüstrisinin çok ötesinde dersler veriyor, bu yüzden emniyet kemerinizi bağlayın ve yolculuğa çıkın. Alan Krueger hepsini akıllı ve zevkli bir şekilde bir araya getiriyor," yorumunu yapıyor.

Harvard Üniversitesi'nde Profesör ve "Conformity: The Power of Social Influences" adlı kitabın yazarı Cass R. Sunstein ise, "Krueger burada özel bir şey üretti. Lady Gaga, Bono, Dylan ve Springsteen'e referansla, bize modern ekonominin nasıl çalıştığını ve ayrıca insan ruhunu da anlatıyor. İnsan mutluluğu hakkında söyleyecek bir şeyi var. Parlak, şaşırtıcı ve eğlenceli; rock müziğinin kendisi gibi," diyor. Metallica ve Red Hot Chili Peppers'ın yönetim şirketi Q-Prime'in kurucularından Cliff Burnstein'in anekdotu hayli ilginç:

"Aslında üniversitede iktisat okudum. Birkaç yıl sonra, bana ne yaptığımı soran eski bir sınıf arkadaşıma rastladım. Ona Mercury Records için rock radyo tanıtımını yaptığımı söyledim. O da bana: 'Eğitimin ne kötü harcamışsın' dedi. Umarım Rockonomics'i okur, bu yüzden bir loser olmadığımı anlar."

Stokastik öngörülebilirlik ve yatırım kültürü araştırmaları



Thomas Pistorius, Tilburg Üniversitesi'nden finans alanında yüksek lisans derecesi ve Hollanda'da Utrecht Üniversitesi'nden felsefe alanında

lisans derecesi aldı. Mesleki yaşamını yatırım danışmanı, analist, risk yöneticisi ve araştırmacı olarak finans sektöründe geçirdi. Stokastik öngörülebilirlik de içeren yatırım kültürü konusundaki araştırmalarını bu kitapta okuyucuların beğenisine sunuyor.

Heterodoks Yatırım Teorisi: Stokastik Öngörülebilirlik ve Belirsizlik (Heterodox Investment Theory: Stochastic Predictability and Uncertainty) yatırım teorisindeki stokastik öngörülebilirliğin temellerini tartışırken, diğer yandan tarih,

felsefe, istatistik felsefesi ve yatırım kültürünü incelemeyi ihmal etmiyor.

Kitap, stokastik tahmin problemini tartışmanın yanı sıra, alternatif yatırım teorilerini de kapsıyor. Keynes, Knight, von Mises, Taleb ve McCloskey'nin de kitaplarında ele aldığı belirsizlik ekonomisi konusundaki fikirler tartışılıyor. Bu nedenle, kitap yatırım teorisindeki alanındaki araştırmacılar ve akademisyenler ile yatırımcıların da ilgisini çekebilir.

Polonya Krakow'daki Jagielloonian Üniversitesi'nin öğretim

üyüsü Prof. Slawomir Magala, kitap hakkındaki yazısında şöyle diyor: "En iyi ve en parlak yatırım gurularının, başarılarının ardındaki sır, genellikle yatırımların risk ve getirilerini rasyonel ve istatistiksel bir şekilde hesaplamalarına dayanır. Pistorius, onların söylemlerini takip ediyor ve yatırımda stokastik tahmin edilebilirliğin olmadığı gibi bir sonuca varıyor. Dolayısıyla, yatırım tavsiyelerini takip edersek, başarılı bir tahminin kutsal kâsesine ulaştıkları nedeniyle değil, profesyonel hiyerarşideki statü ve yetkinliklerinin sırasından dolayı kumar oynamış oluruz."

Avrupa Yatırım Fonları Sektörü 2019 1. Çeyrek Dönem Görünümü

- ▶ Avrupa yatırım fonları net varlıkları büyüklüğü 2019 ilk çeyrek döneminde yüzde 7.2 artışla 16.25 trilyon EUR oldu.
- ▶ UCITS net portföyü 10 trilyon EUR, Alternatif Yatırım Fonları (AIF) ise 6.25 trilyon EUR'ya ulaştı. UCITS net portföyünde geçen çeyreğe göre en yüksek büyüme %36.2 ile Türkiye'de kaydedildi.
- ▶ UCITS ve AIF fonlara toplam net para girişi 78 milyar EUR düzeyinde gerçekleşti. Önceki çeyrek dönemde ise 48 milyar EUR çıkış yaşanmıştı.

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği'nin (EFAMA) açıkladığı 2019 yılı birinci çeyrek dönem istatistiklerine göre, Avrupa yatırım fonları sektörü net portföy büyüklüğü yüzde 7.2 artarak 16.25 trilyon EUR düzeyine yükseldi.

Avrupa'da yatırım fonları sektöründe açıklanan istatistiklere göre:

- ▶ UCITS ve AIF fonlara toplam net para girişi 78 milyar EUR düzeyinde gerçekleşti. Önceki çeyrek dönemde ise 48 milyar EUR çıkış yaşanmıştı.
- ▶ UCITS net satışları 51 milyar EUR olurken, bunun 32 milyar EUR bölümü Ocak'ta gerçekleşti. UCITS Hisse fonlardan net 27 milyar EUR para çıkışı yaşandı. (7 milyar EUR çıkış, 2018/4Ç). Tahvil fonlarına 79 milyar EUR net para girişi gerçekleşti (46 milyar EUR çıkış, 2018/4Ç). Çoklu varlık fonlarında da seyir yukarı döndü ve iki milyar EUR

net para girişi sağlandı. (17 milyar EUR çıkış, 2018/4Ç). Para piyasası fonlarında 11 milyar EUR net satış ile önceki çeyrekteki 23 milyar EUR satışın altında kaldı.

- ▶ UCITS net varlıkları ilk çeyrek sonu itibarıyla yüzde 7.8 büyüyerek 10 trilyon EUR düzeyine çıktı. Garantili fonlar dışında tüm UCITS fon kategorileri portföylerinde artış kaydedildi. Hisse fonların net portföyü %11.7, tahvil fonları %7.3, çoklu varlık fonları %6.6 büyüdü.
- ▶ UCITS fonlar 2018 sonunda 33,370 adet iken, 2019 ilk çeyrek sonu itibarıyla 33,570 adete çıktı.
- ▶ AIF fonlara net para girişi 27 milyar EUR ile 2018 dördüncü çeyrek dönemdeki 23 milyar EUR düzeyinin üzerinde gerçekleşti. Hisse fonlar 2018 4. Çeyrekteki dört milyar EUR girişe karşılık, yılın ilk çeyreğinde 11 milyar EUR

net çıkış kaydetti. Tahvil fonlarında geçen yılın son çeyreğinde yaşanan iki milyar EUR çıkışa karşılık, bu yıl ilk çeyrek dönem üç milyar EUR net giriş ile sonuçlandı. Çoklu varlık fonları net satışları ise altı milyar EUR oldu, geçen yıl dördüncü çeyrekte 10 milyar EUR düzeyindeydi.

- ▶ AIF net varlıkları 2019 Mart sonu itibarıyla yüzde 6.4 artışla 6.25 trilyon EUR düzeyine çıktı. İlk çeyrekte para piyasası fonları dışında tüm AIF fon kategorilerinde net portföy büyümesi kaydedildi. Net portföy artışlarında hisse fonlar %10.7 önde gelirken, "diğer" kategorisi %8.7 ve çoklu varlık fonları %5.7 büyüdü. Para piyasası fonlarında ise özellikle Fransa'da yaşanan büyük çıkışlarla %31.9 küçülme yaşandı.
- ▶ Mart 2019 sonu itibarıyla AIF fon sayısı 28,106 ile 2018 sonundaki 28,594 adete göre azaldı.

UCITS Fon Türlerine Göre Net Varlıklar

| UCITS TÜRLERİ | 1. Çeyrek 2019 | | 4. Çeyrek değişim 2018 | |
|-----------------------|----------------|-------------|------------------------|------------|
| | EUR m | Pay | % ⁽¹⁾ | EUR m |
| Hisse | 3,853 | 39% | 11.7% | 404 |
| Çoklu Varlık | 1,842 | 18% | 6.6% | 114 |
| Tahvil | 2,723 | 27% | 7.3% | 186 |
| Para Piyasası | 1,208 | 12% | 1.0% | 12 |
| Garanti Fonlar | 7 | 0.1% | -1.9% | -0.1 |
| Diğer | 373 | 4% | 1.2% | 5 |
| TOPLAM | 10,004 | 100% | 7.8% | 720 |
| Borsa Yatırım Fonları | 715 | 7% | 14.6% | 91 |

(1) 2019 1. Çeyrek sonu 2018 4. Çeyrek sonu ile karşılaştırması

AIF Fon Türlerine Göre Net Varlıklar

| FON TÜRÜ | 1. Çeyrek 2019 | | 4. Çeyrek değişim 2018 | |
|-----------------------|----------------|-------------|------------------------|------------|
| | EUR m | Pay | % ⁽¹⁾ | EUR m |
| Hisse | 778 | 12% | 10.7% | 75 |
| Çoklu Varlık | 1,487 | 24% | 5.7% | 80 |
| Tahvil | 1,011 | 16% | 4.6% | 44 |
| Para Piyasası | 51 | 1% | -31.9% | -24 |
| Garantili Fonlar | 42 | 1% | 4.1% | 2 |
| Gayrimenkul | 721 | 12% | 3.5% | 24 |
| Diğer | 2,156 | 35% | 8.7% | 173 |
| TOPLAM | 6,247 | 100% | 6.4% | 374 |
| Borsa Yatırım Fonları | 10 | 0.2% | 4.0% | 0.4 |
| Kurumsal | 2,592 | 41% | -12.4% | -367 |

(1) 2019 1. Çeyrek sonu 2018 4. Çeyrek sonu ile karşılaştırması
 (2) İrlanda'da yerleşik AIF hisse, tahvil ve çoklu varlık fonları verileri "Diğer AIF" kategorisine veri dağılım bilgisi olmadığı için dahil edilmemiştir.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

| Üye Ülkeler | 1. Çeyrek 2019 | | 4. Çeyrek 2018 | |
|------------------------|-------------------|---------------|-------------------|--------------------------|
| | EUR m | Pay | EUR m | % değişim ⁽¹⁾ |
| Avusturya | 181,001 | 1.1% | 172,895 | 4.7% |
| Belçika ⁽³⁾ | 156,763 | 1.0% | 146,905 | 6.7% |
| Bulgaristan | 752 | <0.1% | 721 | 4.3% |
| Hırvatistan | 3,089 | <0.1% | 3,078 | 0.3% |
| Kıbrıs | 4,355 | <0.1% | 4,025 | 8.2% |
| Çek Cumhuriyeti | 12,910 | 0.1% | 11,816 | 9.3% |
| Danimarka | 295,420 | 1.8% | 273,197 | 8.1% |
| Finlandiya | 115,311 | 0.7% | 110,050 | 4.8% |
| Fransa | 1,887,628 | 11.6% | 1,812,731 | 4.1% |
| Almanya | 2,163,450 | 13.3% | 2,037,195 | 6.2% |
| Yunanistan | 8,280 | <0.1% | 7,966 | 3.9% |
| Macaristan | 19,741 | 0.1% | 19,200 | 2.8% |
| İrlanda | 2,643,894 | 16.3% | 2,421,457 | 9.2% |
| İtalya ⁽⁴⁾ | 309,154 | 1.9% | 302,489 | 2.2% |
| Lihtenştayn | 49,487 | 0.3% | 44,324 | 11.6% |
| Lüksemburg | 4,350,449 | 26.8% | 4,064,644 | 7.0% |
| Malta | 11,924 | 0.1% | 11,666 | 2.2% |
| Hollanda | 877,717 | 5.4% | 827,540 | 6.1% |
| Norveç | 125,727 | 0.8% | 113,482 | 10.8% |
| Polonya | 59,906 | 0.4% | 59,674 | 0.4% |
| Portekiz | 22,557 | 0.1% | 21,861 | 3.2% |
| Romanya | 8,231 | 0.1% | 8,359 | -1.5% |
| Slovakya | 6,913 | <0.1% | 6,605 | 4.7% |
| Slovenya | 2,834 | <0.1% | 2,589 | 9.4% |
| İspanya | 296,488 | 1.8% | 286,242 | 3.6% |
| İsveç | 368,318 | 2.3% | 333,037 | 10.6% |
| İsviçre | 624,753 | 3.8% | 539,710 | 15.8% |
| Türkiye | 22,986 | 0.1% | 20,535 | 11.9% |
| İngiltere | 1,621,026 | 10.0% | 1,492,836 | 8.6% |
| Tüm fonlar | 16,251,066 | 100.0% | 15,156,829 | 7.2% |
| UCITS | 10,004,254 | 61.6% | 9,284,396 | 7.8% |
| AIFs | 6,246,811 | 38.4% | 5,872,433 | 6.4% |

(1) 2019 1. Çeyrek sonu 2018 4. Çeyrek sonu ile karşılaştırması (2) Belçika için 2018 4Ç ve 2019 1Ç verileri tahminidir
 (3) Tüm çeyreklerde 2018 sonu itibarıyla kapalı uçlu fonların net varlıkları dahil edilmiştir.

Dünya Yatırım Fonları Varlıkları ve Satış Verileri 1.Çeyrek/2019

- Küresel yatırım fonu portföy büyüklüğü ilk çeyrek sonunda %9.2 artışla 48.02 trilyon EUR oldu.
- İlk çeyrekte fonlara net para girişi 304 milyar EUR olarak gerçekleşti. Geçen yıl son çeyreğinde 118 milyar EUR 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 2019 yılı 1. çeyrek dönem istatistiklerine göre, dünyada düzenlenmiş açık uçlu yatırım fonu varlıkları (fon sepeti fonları, borsa yatırım fonları ve kurumsal fonlar dahil) yüzde 9.2 artarak 48.02 trilyon EUR oldu.

Dolar bazında ise yatırım fonları portföyü yüzde 7.1 artarak 53.9 trilyon USD düzeyinde gerçekleşti.

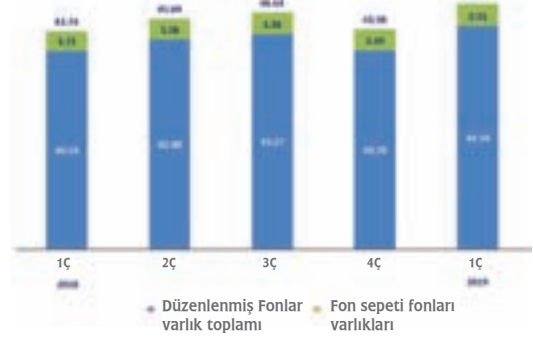
Tüm fon kategorilerinde net portföy büyümesi kaydedildi. Hisse fonların portföyü %13.1 artarak 20 trilyon EUR olurken, tahvil fonları portföyü %6.7 büyümeyeyle 10 trilyon EUR oldu. Dengeli/karma fonlar 8.2 trilyon EUR ile %8.8 büyürken, para piyasası fonları ve gayrimenkul yatırım fonları sırasıyla %3.2 ve %3.6 arttı.

Yılın ilk çeyreği itibariyle, dünya çapında düzenlenmiş açık uçlu fon net portföyünün %41.5'i hisse fonlarda yer aldı. Tahvil fonlarının net portföydeki payı %20.7, dengeli/karma fonlar %17.1, para piyasası fonlarının %11.4 oldu.

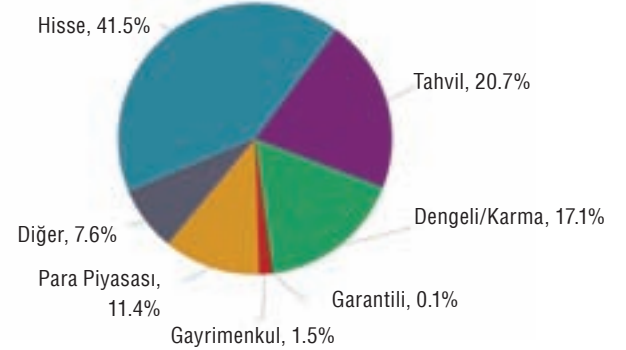
Yatırım fonlarına net para girişi ilk çeyrekte 304 milyar EUR ile 2018 yılı dördüncü çeyreğindeki 118 milyar EUR düzeyinin üzerine çıktı.

Açıklanan istatistiklere göre, hisse fonları 22 milyar EUR net çıkış yaşadı, 2018 yılı dördüncü

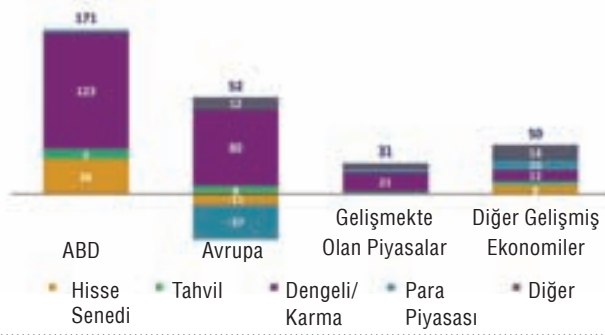
Düzenlenmiş Açık Uçlu Fonlar Küresel Varlıkları
(Trilyon Euro, çeyrek sonu)



Düzenlenmiş Açık Uçlu Fonlar Küresel Net Varlıkları
Tür Bazında 2019: 1Ç



Düzenlenmiş Açık Uçlu Fonların Küresel Net Satışları
Milyar Euro, 2019 1. Çeyrek



çeyrekte ise 99 milyar EUR giriş olmuştur. Tahvil fonlarında ise 236 milyar EUR net giriş oldu. Önceki çeyrekte 59 milyar EUR çıkış yaşanmıştı. İlk çeyrekte dengeli/karma fonlara 23 milyar EUR net giriş olurken, 2018 4. Çeyrekte ise yedi milyar EUR net çıkış kaydedilmişti. Para Piyasası fonları net satışları ise 34 milyar EUR ile önceki çeyrekteki 72 milyar EUR düzeyine göre azaldı.

Yatırım fonları net portföyünün dünyada dağılımına baktığımızda ise ilk çeyrek itibarıyla payları şöyle gerçekleşti: ABD (%47), Avrupa (%32.8), Avustralya (%3.9), Brezilya (%3.6), Çin (%3.6), Japonya (%3.4), Kanada (%3.1), Güney Kore (%1), Hindistan (%0.6) ve Güney Afrika (%0.4).

besanaliz.com

Ücretsiz bireysel emeklilik platformu.

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



Fon Trendleri Raporu 2019 İkinci Çeyrek



Tüm veriler Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından sağlanmıştır.

Pay Piyasası'nda Yerli Fonların Gerçekleştirdiği İşlemler

| Ocak - Haziran 2019 | Alım | Satım |
|--------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Yerli_Fon | 19.290.310.554,66 | 18.606.741.315,02 |
| Toplam Alım Satım | 905.538.042.888,46 | 905.538.042.888,46 |
| Oran | 2,13% | 2,05% |

| Nisan - Haziran 2019 | Alım | Satım |
|--------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Yerli_Fon | 10.342.087.599,13 | 8.965.695.790,93 |
| Toplam Alım Satım | 385.390.979.299,46 | 385.390.979.299,46 |
| Oran | 2,68% | 2,33% |

Fon Türü ve Yaş Grubu Bazında Yatırımcı Sayıları ve Portföy Değerleri (30/06/2019)

| Fon Türü | Yaş Grubu | Portföy Değeri (TL) | Yatırımcı Sayısı |
|---------------------------------|-----------|---------------------|------------------|
| BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU | 0-19 | 42.833.207,75 | 6.510 |
| BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU | 20-29 | 296.185.738,20 | 61.910 |
| BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU | 30-39 | 1.319.481.599,37 | 180.343 |
| BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU | 40-49 | 3.039.904.680,25 | 260.687 |
| BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU | 50-59 | 3.558.440.788,18 | 255.999 |
| BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU | 60-69 | 3.096.789.524,36 | 193.768 |
| BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU | 70+ | 3.084.268.065,12 | 135.096 |
| DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU | 0-19 | 10.013.207,23 | 2.615 |
| DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU | 20-29 | 44.290.705,64 | 2.553 |
| DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU | 30-39 | 203.003.560,93 | 8.996 |
| DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU | 40-49 | 658.847.277,63 | 19.264 |
| DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU | 50-59 | 891.076.469,00 | 18.557 |
| DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU | 60-69 | 766.181.677,49 | 13.548 |
| DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU | 70+ | 1.190.490.060,69 | 11.173 |
| FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU | 0-19 | 4.437.650,54 | 55 |
| FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU | 20-29 | 18.440.099,52 | 590 |
| FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU | 30-39 | 61.113.571,51 | 1.860 |
| FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU | 40-49 | 174.523.661,30 | 3.001 |
| FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU | 50-59 | 303.269.443,34 | 2.877 |
| FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU | 60-69 | 322.624.859,24 | 2.165 |
| FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU | 70+ | 565.244.107,75 | 2.013 |
| GAYRİMENKUL YATIRIM FONU | 20-29 | 39.036.655,42 | 12 |
| GAYRİMENKUL YATIRIM FONU | 30-39 | 47.952.244,10 | 51 |
| GAYRİMENKUL YATIRIM FONU | 40-49 | 86.790.108,31 | 84 |
| GAYRİMENKUL YATIRIM FONU | 50-59 | 120.760.828,81 | 77 |
| GAYRİMENKUL YATIRIM FONU | 60-69 | 145.305.850,01 | 61 |
| GAYRİMENKUL YATIRIM FONU | 70+ | 29.707.234,65 | 48 |
| GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU | 20-29 | 1.011.310,00 | 2 |
| GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU | 30-39 | 629.034,82 | 7 |
| GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU | 40-49 | 2.520.758,61 | 13 |
| GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU | 50-59 | 3.133.159,83 | 6 |
| GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU | 60-69 | 166.111,30 | 2 |
| GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU | 70+ | 63.244.176,13 | 1 |

TÜRKİYE SEKTÖR VERİLERİ

Fon Türü ve Yaş Grubu Bazında Yatırımcı Sayıları ve Portföy Değerleri (30/06/2019)

| Fon Türü | Yaş Grubu | Portföy Değeri (TL) | Yatırımcı Sayısı |
|--------------------------------|-----------|---------------------|------------------|
| HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU | 0-19 | 5.781.965,42 | 291 |
| HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU | 20-29 | 22.876.486,91 | 2.746 |
| HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU | 30-39 | 123.777.174,03 | 8.465 |
| HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU | 40-49 | 317.368.291,96 | 11.046 |
| HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU | 50-59 | 425.863.608,44 | 8.012 |
| HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU | 60-69 | 379.624.425,10 | 4.569 |
| HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU | 70+ | 395.426.248,30 | 2.790 |
| KARMA ŞEMSİYE FON | 0-19 | 371.865.526,64 | 178.860 |
| KARMA ŞEMSİYE FON | 20-29 | 40.546.020,47 | 34.882 |
| KARMA ŞEMSİYE FON | 30-39 | 15.219.146,77 | 34.308 |
| KARMA ŞEMSİYE FON | 40-49 | 24.642.259,98 | 40.089 |
| KARMA ŞEMSİYE FON | 50-59 | 20.488.286,65 | 27.154 |
| KARMA ŞEMSİYE FON | 60-69 | 9.047.430,76 | 11.105 |
| KARMA ŞEMSİYE FON | 70+ | 6.021.972,27 | 2.788 |
| KATILIM ŞEMSİYE FONU | 0-19 | 10.469.503,47 | 748 |
| KATILIM ŞEMSİYE FONU | 20-29 | 85.469.970,77 | 8.980 |
| KATILIM ŞEMSİYE FONU | 30-39 | 322.837.194,20 | 22.116 |
| KATILIM ŞEMSİYE FONU | 40-49 | 480.091.606,73 | 22.741 |
| KATILIM ŞEMSİYE FONU | 50-59 | 370.326.003,02 | 22.682 |
| KATILIM ŞEMSİYE FONU | 60-69 | 159.997.413,59 | 16.228 |
| KATILIM ŞEMSİYE FONU | 70+ | 81.543.340,35 | 7.356 |
| KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU | 0-19 | 3.015.852,86 | 308 |
| KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU | 20-29 | 8.860.434,62 | 1.946 |
| KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU | 30-39 | 47.435.365,81 | 8.222 |
| KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU | 40-49 | 175.411.964,78 | 12.072 |
| KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU | 50-59 | 212.719.604,16 | 8.171 |
| KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU | 60-69 | 162.520.520,29 | 4.124 |
| KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU | 70+ | 169.278.982,97 | 2.194 |
| KORUMALI ŞEMSİYE FON | 0-19 | 1.031.990,38 | 13 |
| KORUMALI ŞEMSİYE FON | 20-29 | 8.666.135,11 | 125 |
| KORUMALI ŞEMSİYE FON | 30-39 | 32.689.619,84 | 503 |
| KORUMALI ŞEMSİYE FON | 40-49 | 106.754.144,00 | 1.154 |
| KORUMALI ŞEMSİYE FON | 50-59 | 153.209.134,18 | 1.413 |
| KORUMALI ŞEMSİYE FON | 60-69 | 141.779.475,27 | 1.091 |
| KORUMALI ŞEMSİYE FON | 70+ | 241.938.210,65 | 917 |
| PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU | 0-19 | 86.282.822,25 | 9.798 |
| PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU | 20-29 | 601.999.410,01 | 104.696 |
| PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU | 30-39 | 3.066.924.258,93 | 261.046 |
| PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU | 40-49 | 7.747.964.733,36 | 342.859 |
| PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU | 50-59 | 8.169.324.547,28 | 326.743 |
| PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU | 60-69 | 5.389.918.686,67 | 230.746 |
| PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU | 70+ | 3.539.553.745,04 | 123.404 |
| SERBEST ŞEMSİYE FON | 0-19 | 83.578.097,19 | 26 |
| SERBEST ŞEMSİYE FON | 20-29 | 371.661.731,06 | 65 |
| SERBEST ŞEMSİYE FON | 30-39 | 765.381.464,75 | 226 |
| SERBEST ŞEMSİYE FON | 40-49 | 1.272.576.348,92 | 569 |
| SERBEST ŞEMSİYE FON | 50-59 | 2.358.630.137,38 | 726 |
| SERBEST ŞEMSİYE FON | 60-69 | 2.320.017.349,00 | 629 |
| SERBEST ŞEMSİYE FON | 70+ | 1.784.513.685,52 | 502 |

Nakit Akışı

| YIL/AY | KIYMET TİPİ KODU | KIYMET TİPİ AÇIKLAMASI | DÖNEM BAŞI İSİN SAYISI | DÖNEM BAŞI İSİN BAKİYE | DÖNEM BAŞI İSİN TUTAR | İSİN BAKİYE DEĞİŞİM | İSİN TUTAR DEĞİŞİM | DÖNEM SONU İSİN SAYISI | DÖNEM SONU İSİN BAKİYE | DÖNEM SONU İSİN TUTAR |
|--------|------------------|---------------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|---------------------|--------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|
| 201904 | F40 | BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU | 78 | 333.508.792.503,77 | 17.936.938.901,62 | -40.381.182.642,87 | -912.492.757,27 | 75 | 293.127.609.860,90 | 17.400.062.389,61 |
| 201904 | F41 | HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU | 69 | 27.628.102.286,99 | 2.385.689.821,96 | 644.882.118,20 | 36.719.383,67 | 67 | 28.272.984.405,19 | 2.542.542.229,48 |
| 201904 | F42 | KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU | 10 | 18.537.245.528,71 | 746.923.741,22 | 765.173.737,00 | 31.448.211,69 | 10 | 19.302.419.265,71 | 815.151.917,09 |
| 201904 | F43 | FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU | 16 | 15.475.251.824,30 | 1.706.775.380,54 | 137.969.352,00 | -42.713.086,51 | 16 | 15.613.221.176,30 | 1.732.020.551,81 |
| 201904 | F44 | PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU | 25 | 477.467.742.144,00 | 29.055.903.273,76 | 30.303.543.319,00 | 2.282.190.243,16 | 24 | 507.771.285.463,00 | 31.832.308.851,75 |
| 201904 | F45 | KATILIM ŞEMSİYE FONU | 33 | 11.958.422.866,65 | 2.107.068.478,00 | -1.972.741.372,24 | 397.769.089,88 | 29 | 9.985.681.494,40 | 2.548.329.410,10 |
| 201904 | F46 | DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU | 73 | 83.704.782.415,29 | 3.810.679.810,79 | 861.866.499,43 | 332.167.510,25 | 72 | 84.566.648.914,72 | 4.238.890.036,71 |
| 201904 | F47 | SERBEST ŞEMSİYE FON | 128 | 86.278.382.597,99 | 9.211.433.061,86 | -4.318.690.812,63 | 791.936.297,69 | 138 | 81.959.691.785,36 | 10.604.174.366,86 |
| 201904 | F49 | KORUMALI ŞEMSİYE FON | 9 | 589.655.330,00 | 624.341.399,31 | -7.385.810,00 | -7.967.791,83 | 9 | 582.269.520,00 | 644.569.962,68 |
| 201904 | F50 | KARMA ŞEMSİYE FON | 5 | 2.780.382.148,89 | 483.578.760,63 | -32.817.270,70 | -5.359.698,34 | 4 | 2.747.564.878,19 | 490.626.121,96 |
| 201904 | F53 | GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU | 16 | 627.395.446,48 | 1.421.678.265,49 | 11.289.412,00 | 92.780.563,68 | 17 | 638.684.858,48 | 1.555.354.904,97 |
| 201904 | F54 | GAYRİMENKUL YATIRIM FONU | 35 | 2.768.264.410,97 | 4.651.950.151,83 | 116.997.149,00 | 117.496.480,82 | 36 | 2.885.261.559,97 | 4.788.908.371,43 |
| 201905 | F40 | BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU | 75 | 293.127.609.860,90 | 17.400.062.389,61 | -31.476.034.041,98 | -1.279.873.574,67 | 74 | 261.651.575.818,92 | 16.332.729.998,10 |
| 201905 | F41 | HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU | 67 | 28.272.984.405,19 | 2.542.542.229,48 | 390.674.885,27 | -15.792.710,13 | 67 | 28.663.659.290,46 | 2.384.121.960,14 |
| 201905 | F42 | KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU | 10 | 19.302.419.265,71 | 815.151.917,09 | 305.927.431,06 | 15.923.748,15 | 10 | 19.608.346.696,77 | 824.904.745,10 |
| 201905 | F43 | FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU | 16 | 15.613.221.176,30 | 1.732.020.551,81 | 1.701.122.446,00 | 14.859.242,19 | 16 | 17.314.343.622,30 | 1.715.722.312,09 |
| 201905 | F44 | PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU | 24 | 507.771.285.463,00 | 31.832.308.851,75 | -219.264.114.805,00 | 313.474.407,08 | 24 | 288.507.170.658,00 | 32.794.099.609,68 |
| 201905 | F45 | KATILIM ŞEMSİYE FONU | 29 | 9.985.681.494,40 | 2.548.329.410,10 | -576.833.191,00 | -123.188.429,02 | 29 | 9.408.848.303,40 | 2.466.325.821,51 |
| 201905 | F46 | DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU | 72 | 84.566.648.914,72 | 4.238.890.036,71 | 2.479.669.355,44 | 598.621.474,61 | 72 | 87.046.318.270,16 | 4.880.736.675,82 |
| 201905 | F47 | SERBEST ŞEMSİYE FON | 138 | 81.959.691.785,36 | 10.604.174.366,86 | -699.387.628,41 | 840.802.911,54 | 148 | 81.260.304.156,95 | 11.216.156.217,74 |
| 201905 | F49 | KORUMALI ŞEMSİYE FON | 9 | 582.269.520,00 | 644.569.962,68 | 41.482.270,00 | 18.441.862,50 | 9 | 623.751.790,00 | 668.430.268,91 |
| 201905 | F50 | KARMA ŞEMSİYE FON | 4 | 2.747.564.878,19 | 490.626.121,96 | -25.704.868,00 | -3.865.532,94 | 4 | 2.721.860.010,19 | 480.360.753,42 |
| 201905 | F53 | GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU | 17 | 638.684.858,48 | 1.555.354.904,97 | 184.378,00 | 243.226,73 | 17 | 638.869.236,48 | 1.556.337.924,69 |
| 201905 | F54 | GAYRİMENKUL YATIRIM FONU | 36 | 2.885.261.559,97 | 4.788.908.371,43 | -45.963.312,70 | -54.105.407,24 | 35 | 2.839.298.247,28 | 5.053.206.631,05 |
| 201906 | F40 | BORÇLANMA ARAÇLARI ŞEMSİYE FONU | 74 | 261.651.575.818,92 | 16.332.729.998,10 | -6.415.048.892,00 | 82.334.554,06 | 74 | 255.236.526.926,92 | 16.779.863.748,42 |
| 201906 | F41 | HİSSE SENEDİ ŞEMSİYE FONU | 67 | 28.663.659.290,46 | 2.384.121.960,14 | -1.439.968.122,00 | -65.258.011,45 | 68 | 27.223.691.168,46 | 2.465.970.701,69 |
| 201906 | F42 | KIYMETLİ MADENLER ŞEMSİYE FONU | 10 | 19.608.346.696,77 | 824.904.745,10 | -266.405.070,95 | -6.215.748,07 | 10 | 19.341.941.625,82 | 876.891.972,01 |
| 201906 | F43 | FON SEPETİ ŞEMSİYE FONU | 16 | 17.314.343.622,30 | 1.715.722.312,09 | -469.744.412,00 | -39.273.034,98 | 16 | 16.844.599.210,30 | 1.736.709.656,80 |
| 201906 | F44 | PARA PİYASASI ŞEMSİYE FONU | 24 | 288.507.170.658,00 | 32.794.099.609,68 | 3.669.275.136,00 | 714.159.026,25 | 24 | 292.176.445.794,00 | 34.113.026.778,76 |
| 201906 | F45 | KATILIM ŞEMSİYE FONU | 29 | 9.408.848.303,40 | 2.466.325.821,51 | 829.991.771,00 | 82.471.120,01 | 29 | 10.238.840.074,40 | 2.594.471.986,36 |
| 201906 | F46 | DEĞİŞKEN ŞEMSİYE FONU | 72 | 87.046.318.270,16 | 4.880.736.675,82 | 1.842.079.248,00 | 107.122.536,57 | 72 | 88.888.397.518,16 | 5.132.627.259,31 |
| 201906 | F47 | SERBEST ŞEMSİYE FON | 148 | 81.260.304.156,95 | 11.216.156.217,74 | -3.039.001.601,00 | -155.007.995,96 | 152 | 78.221.302.555,95 | 11.424.285.516,21 |
| 201906 | F49 | KORUMALI ŞEMSİYE FON | 9 | 623.751.790,00 | 668.430.268,91 | 2.600.292,00 | 1.985.354,36 | 10 | 626.352.082,00 | 689.559.412,83 |
| 201906 | F50 | KARMA ŞEMSİYE FON | 4 | 2.721.860.010,19 | 480.360.753,42 | -27.265.672,00 | -5.327.302,61 | 4 | 2.694.594.338,19 | 499.083.260,71 |
| 201906 | F53 | GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONU | 17 | 638.869.236,48 | 1.556.337.924,69 | 11.664.913,00 | 14.280.634,13 | 18 | 650.534.149,48 | 1.589.895.506,10 |
| 201906 | F54 | GAYRİMENKUL YATIRIM FONU | 35 | 2.839.298.247,28 | 5.053.206.631,05 | 4.521.883,00 | 6.676.297,63 | 34 | 2.843.820.130,28 | 5.118.069.931,91 |

TÜRKİYE SEKTÖR VERİLERİ

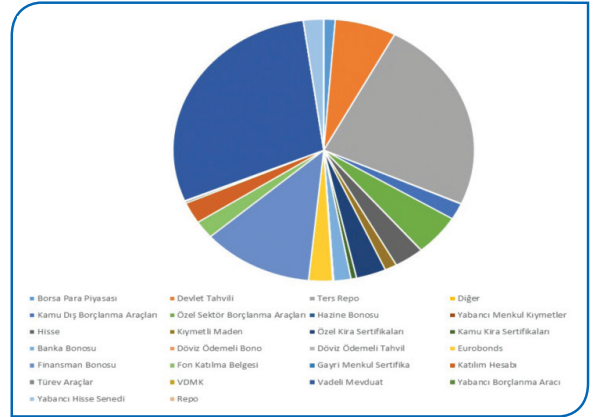
Yatırım Fonlarında 2019 İkinci Çeyrek

Yatırım Fonlarında Büyüme

| | | Mart 19 | Haziran 19 | Değişim | Mart 19 | Haziran 19 |
|-----------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------|----------------|----------------|
| | | İlk Portföy Değer | Son Portföy Değer | % | İlk Pazar Payı | Son Pazar Payı |
| Yatırım Fonları | Borçlanma Araçları | 18.017.852.321,31 | 16.792.749.764,47 | -6,80 | 11,57 | 9,83 |
| | Fon Sepeti Fonları | 1.688.895.802,66 | 1.724.331.475,53 | 2,10 | 1,08 | 1,01 |
| | Hisse Senedi | 2.424.320.397,60 | 2.493.559.610,66 | 2,86 | 1,56 | 1,46 |
| | Karma & Değişken Fonlar | 4.333.407.005,49 | 5.614.883.422,54 | 29,57 | 2,78 | 3,29 |
| | Katılım Fonları | 2.109.551.855,95 | 2.596.580.902,86 | 23,09 | 1,35 | 1,52 |
| | Kıymetli Madenler | 916.978.789,55 | 1.042.831.814,89 | 13,72 | 0,59 | 0,61 |
| | Para Piyasası | 29.023.921.125,44 | 34.079.670.910,20 | 17,42 | 18,64 | 19,94 |
| | | 58.514.927.298,00 | 64.344.607.901,15 | 9,96 | 37,58 | 37,65 |

Yatırım Fonlarında Varlık Dağılımı

| Varlık Dağılımları | 28.06.2019 |
|--------------------------------|------------|
| Borsa Para Piyasası | 1,23 |
| Devlet Tahvili | 6,57 |
| Ters Repo | 23,91 |
| Diğer | 0,06 |
| Kamu Dış Borçlanma Araçları | 2,01 |
| Özel Sektör Borçlanma Araçları | 5,05 |
| Hazine Bonosu | 0,01 |
| Yabancı Menkul Kıymetler | 0,00 |
| Hisse | 3,17 |
| Kıymetli Maden | 1,30 |
| Özel Kira Sertifikaları | 3,20 |
| Kamu Kira Sertifikaları | 0,60 |
| Banka Bonosu | 1,85 |
| Döviz Ödemeli Bono | 0,00 |
| Döviz Ödemeli Tahvil | 0,11 |
| Eurobonds | 2,56 |
| Finansman Bonosu | 11,93 |
| Fon Katılma Belgesi | 2,20 |
| Gayri Menkul Sertifika | 0,00 |
| Katılım Hesabı | 2,62 |
| Türev Araçlar | 0,24 |
| VDMK | 0,10 |
| Vadeli Mevduat | 29,13 |
| Yabancı Borçlanma Aracı | 0,00 |
| Yabancı Hisse Senedi | 2,18 |
| Repo | 0,00 |



Yatırım Fonlarında Büyüklük

| | Eylül 18 | | Aralık 18 | | Mart 19 | | Haziran 19 | |
|----------------------------|---------------------|------------|---------------------|------------|---------------------|------------|---------------------|------------|
| | Büyükük (Milyon TL) | Fon Sayısı | Büyükük (Milyon TL) | Fon Sayısı | Büyükük (Milyon TL) | Fon Sayısı | Büyükük (Milyon TL) | Fon Sayısı |
| Borçlanma Araçları Fonları | 18.837,40 | 75 | 17.897,25 | 77 | 18.017,85 | 77 | 16.792,75 | 77 |
| Fon Sepeti Fonları | 1.819,12 | 16 | 1.496,25 | 16 | 1.688,90 | 16 | 1.724,33 | 16 |
| Hisse Senedi Fonları | 2.895,80 | 63 | 2.321,72 | 63 | 2.424,32 | 63 | 2.493,56 | 64 |
| Karma ve Değişken Fon | 4.744,94 | 70 | 4.032,60 | 70 | 4.333,41 | 70 | 5.614,88 | 71 |
| Katılım Fonları | 899,31 | 29 | 1.544,90 | 34 | 2.109,55 | 35 | 2.596,58 | 35 |
| Kıymetli Madenler Fonları | 632,69 | 13 | 630,74 | 13 | 916,98 | 13 | 1.042,83 | 13 |
| Para Piyasası Fonları | 12.452,53 | 21 | 12.839,32 | 21 | 29.023,92 | 21 | 34.079,67 | 21 |
| TOPLAM | 42.281,79 | 287 | 40.762,78 | 294 | 58.514,93 | 295 | 64.344,61 | 297 |

Yatırım Fonlarında Genel Değişim

| | İlk Tarih 29/03/2019 | Son Tarih 28/06/2019 | Değişim (%) |
|-----------------|-------------------------|-------------------------|----------------|
| Yatırım Fonları | 58.514.927.298,00 | 64.344.607.901,15 | 9,96 |

Tür Bazında Büyüklük

| | | 29.03. 2019 | 28.06. 2019 | 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 | 8 | 8 | 186.816.010,66 | 203.675.281,33 | 9,02 | 0,12 | 0,12 |
| | | Dış Borçlanma (Eurobond) Araçları | 10 | 10 | 1.802.519.894,75 | 1.968.914.914,68 | 9,23 | 1,16 | 1,15 |
| | | Kamu Borçlanma Araçları Fonları | 1 | 1 | 5.891.248,48 | 6.287.948,26 | 6,73 | 0,00 | 0,00 |
| | | Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları | 26 | 26 | 13.791.642.575,68 | 12.528.614.467,18 | -9,16 | 8,86 | 7,33 |
| | | Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonları | 10 | 10 | 486.496.798,04 | 527.418.659,82 | 8,41 | 0,31 | 0,31 |
| | | Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonları | 5 | 5 | 81.666.061,77 | 75.159.090,91 | -7,97 | 0,05 | 0,04 |
| | | Yabancı Borçlanma Araçları Fonları | 4 | 4 | 73.523.504,17 | 86.237.662,70 | 17,29 | 0,05 | 0,05 |
| | | Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonları | 13 | 13 | 1.589.296.227,76 | 1.396.441.739,59 | -12,13 | 1,02 | 0,82 |
| | | 77 | 77 | 18.017.852.321,31 | 16.792.749.764,47 | -6,80 | 11,57 | 9,83 | |
| | Fon Sepeti Fonları | Borçlanma Araçları Fon Sepeti | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | | 0,00 | 0,00 |
| | | Diğer Fon Sepeti Fonlar | 9 | 9 | 1.282.607.416,39 | 1.281.630.168,78 | -0,08 | 0,82 | 0,75 |
| | | Emtia Yabancı Fon Sepeti Fonları | 2 | 2 | 27.618.003,05 | 43.847.923,62 | 58,77 | 0,02 | 0,03 |
| | | Hisse Senedi Fon Sepeti Fonları | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | | 0,00 | 0,00 |
| | | Yabancı Fon Sepeti | 5 | 5 | 378.670.383,22 | 398.853.383,13 | 5,33 | 0,24 | 0,23 |
| | | | 16 | 16 | 1.688.895.802,66 | 1.724.331.475,53 | 2,10 | 1,08 | 1,01 |
| | Hisse Senedi Fonları | Endeks Hisse Senedi Fonları | 17 | 17 | 398.187.039,96 | 409.294.908,55 | 2,79 | 0,26 | 0,24 |
| | | Hisse Senedi Fonları | 38 | 39 | 1.073.078.637,42 | 1.095.999.938,05 | 2,14 | 0,69 | 0,64 |
| | | Yabancı Hisse Senedi Fonları | 8 | 8 | 953.054.720,22 | 988.264.764,06 | 3,69 | 0,61 | 0,58 |
| | | | 63 | 64 | 2.424.320.397,60 | 2.493.559.610,66 | 2,86 | 1,56 | 1,46 |
| | Karma & Değişken Fonlar | Değişken Fonlar | 65 | 66 | 3.840.820.414,82 | 5.102.710.558,74 | 32,85 | 2,47 | 2,99 |
| | | Karma Fonlar | 5 | 5 | 492.586.590,67 | 512.172.863,80 | 3,98 | 0,32 | 0,30 |
| | | | 70 | 71 | 4.333.407.005,49 | 5.614.883.422,54 | 29,57 | 2,78 | 3,29 |
| | Katılım Fonları | Altın Katılım Fonları | 3 | 3 | 56.396.702,49 | 64.369.461,68 | 14,14 | 0,04 | 0,04 |
| | | Diğer Katılım Fonları | 7 | 7 | 34.006.955,71 | 43.741.851,21 | 28,63 | 0,02 | 0,03 |
| | | Hisse Katılım Fonları | 6 | 6 | 9.244.788,61 | 8.541.631,60 | -7,61 | 0,01 | 0,00 |
| | | Kira Sertifikası Fonları | 19 | 19 | 2.009.903.409,14 | 2.479.927.958,37 | 23,39 | 1,29 | 1,45 |
| | | | 35 | 35 | 2.109.551.855,95 | 2.596.580.902,86 | 23,09 | 1,35 | 1,52 |
| | Kıymetli Madenler Fonları | Altın Fonları | 12 | 12 | 904.409.929,05 | 1.029.814.862,34 | 13,87 | 0,58 | 0,60 |
| Kıymetli Madenler Fonları | | 1 | 1 | 12.568.860,50 | 13.016.952,55 | 3,57 | 0,01 | 0,01 | |
| | | 13 | 13 | 916.978.789,55 | 1.042.831.814,89 | 13,72 | 0,59 | 0,61 | |
| Para Piy. Fonları | | 21 | 21 | 29.023.921.125,44 | 34.079.670.910,20 | 17,42 | 18,64 | 19,94 | |

TÜRKİYE SEKTÖR VERİLERİ

Emeklilik Fonlarında 2019 İkinci Çeyrek

Emeklilik Fonlarında Büyüme

| | | Mart 19 | Haziran 19 | Değişim | Mart 19 | Haziran 19 |
|--------------------------|----------------------------|--------------------------|---------------------------|-------------|----------------|----------------|
| | | İlk Portföy Değer | Son Portföy Değer | (%) | İlk Pazar Payı | Son Pazar Payı |
| Emeklilik Fonları | Borçlanma Araçları Fonları | 26.870.262.838,72 | 28.839.481.411,72 | 7,33 | 17,26 | 16,87 |
| | Fon Sepeti Fonları | 20.241.395,91 | 20.718.825,79 | 2,36 | 0,01 | 0,01 |
| | Hisse Senedi Fonları | 4.657.467.459,10 | 4.906.254.315,46 | 5,34 | 2,99 | 2,87 |
| | Karma ve Esnek Fon | 37.474.638.751,00 | 40.497.208.657,15 | 8,07 | 24,07 | 23,69 |
| | Katılım Fonları | 3.099.041.440,09 | 3.205.519.422,17 | 3,44 | 1,99 | 1,88 |
| | Kıymetli Madenler Fonları | 9.456.983.731,17 | 11.776.128.730,14 | 24,52 | 6,07 | 6,89 |
| | Para Piyasası Fonları | 10.137.833.727,57 | 11.047.055.609,84 | 8,97 | 6,51 | 6,46 |
| | OKS-Başlangıç Fonları | 477.830.782,10 | 549.883.152,75 | 15,08 | 0,31 | 0,32 |
| | OKS-Değişken Fonlar | 58.977.639,52 | 77.995.797,99 | 32,25 | 0,04 | 0,05 |
| | OKS-Katılım Fonları | 3.465.023.236,77 | 3.938.807.664,50 | 13,67 | 2,23 | 2,30 |
| | OKS-Standart Fonlar | 1.458.065.025,02 | 1.712.228.369,28 | 17,43 | 0,94 | 1,00 |
| | | 97.176.366.026,97 | 106.571.281.956,79 | 9,67 | 62,42 | 62,35 |

Emeklilik Fonları Tür Bazında Değişiklik

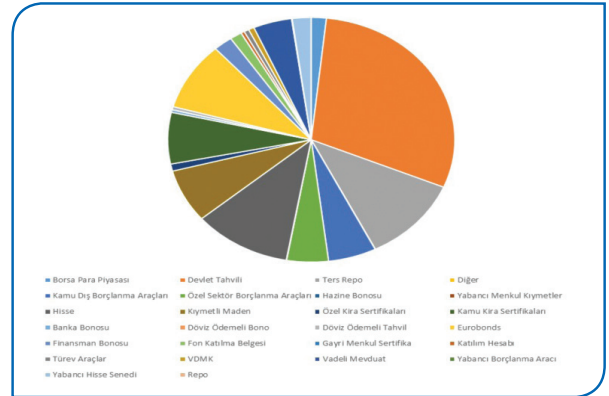
| | | 29.03.2019 | 28.06.2019 | İlk Portföy Değer | Son Portföy Değer | Değişim | İlk Pazar Payı | Son Pazar Payı |
|--------------------------|----------------------|--------------|--------------|-------------------|-------------------|---------|----------------|----------------|
| | | İlk Fon Sayı | Son Fon Sayı | | | | | |
| Emeklilik Fonları | Borçlanma Araçları | 56 | 56 | 26.870.262.838,72 | 28.839.481.411,72 | 7,33 | 17,26 | 16,87 |
| | Fon Sepeti Fonları | 2 | 2 | 20.241.395,91 | 20.718.825,79 | 2,36 | 0,01 | 0,01 |
| | Hisse Senedi | 28 | 28 | 4.657.467.459,10 | 4.906.254.315,46 | 5,34 | 2,99 | 2,87 |
| | Karma & Esnek Fonlar | 116 | 116 | 37.474.638.751,00 | 40.497.208.657,15 | 8,07 | 24,07 | 23,69 |
| | Kıymetli Madenler | 14 | 14 | 9.456.983.731,17 | 11.776.128.730,14 | 24,52 | 6,07 | 6,89 |
| | Para Piyasası | 21 | 21 | 10.137.833.727,57 | 11.047.055.609,84 | 8,97 | 6,51 | 6,46 |
| | Katılım Fonları | 28 | 29 | 3.099.041.440,09 | 3.205.519.422,17 | 3,44 | 1,99 | 1,88 |
| | Başlangıç Fonları | 13 | 13 | 477.830.782,10 | 549.883.152,75 | 15,08 | 0,31 | 0,32 |
| | Değişken Fonlar | 52 | 52 | 58.977.639,52 | 77.995.797,99 | 32,25 | 0,04 | 0,05 |
| | Katılım Fonları | 64 | 64 | 3.465.023.236,77 | 3.938.807.664,50 | 13,67 | 2,23 | 2,30 |
| | Standart Fonlar | 13 | 13 | 1.458.065.025,02 | 1.712.228.369,28 | 17,43 | 0,94 | 1,00 |

Varlık Dağılımları

28.06.2019

| | |
|--------------------------------|-------|
| Borsa Para Piyasası | 1,69 |
| Devlet Tahvili | 29,64 |
| Ters Repo | 11,30 |
| Diğer | 0,03 |
| Kamu Dış Borçlanma Araçları | 5,41 |
| Özel Sektör Borçlanma Araçları | 4,69 |
| Hazine Bonosu | 0,03 |
| Yabancı Menkul Kıymetler | 0,01 |
| Hisse | 11,06 |
| Kıymetli Maden | 7,03 |
| Özel Kira Sertifikaları | 0,94 |
| Kamu Kira Sertifikaları | 6,79 |
| Banka Bonosu | 0,35 |
| Döviz Ödemeli Bono | 0,00 |
| Döviz Ödemeli Tahvil | 0,42 |
| Eurobonds | 9,00 |
| Finansman Bonosu | 2,14 |
| Fon Katılma Belgesi | 1,35 |
| Gayri Menkul Sertifika | 0,01 |
| Katılım Hesabı | 0,38 |
| Türev Araçlar | 0,56 |
| VDMK | 0,63 |
| Vadeli Mevduat | 4,34 |
| Yabancı Borçlanma Aracı | 0,07 |
| Yabancı Hisse Senedi | 2,13 |
| Repo | 0,00 |

Emeklilik Fonlarında Varlık Dağılımı



Emeklilik Fonlarında Genel Değişim

| | İlk Tarih 29/03/2019 | Son Tarih 28/06/2019 | Değişim (%) |
|-------------------|-------------------------|-------------------------|----------------|
| Emeklilik Fonları | 97.176.366.026,97 | 106.571.281.956,79 | 9,67 |