

kurumsal

EKİM - ARALIK / OCTOBER - DECEMLER 2011 SAYI - ISSUE: 15

www.tkyd.org.tr

yatırımcı

TÜRKİYE KURUMSAL YATIRIMCI YÖNETİCİLERİ DERNEĞİ TARAFINDAN ÜÇ AYDA BİR YAYINLANIR.

**4. ÇEYREK
BEKLENTİ ANKETİ
PYS VE MKYO'LARDA
YENİ DÜZENLEMELER**

**10 EKONOMİSTİN
2012 TAHMİNLERİ**



VOB'DA KURUMSAL YATIRIMCILAR ► EKONOMİST GÖRÜŞ ► BİREYSEL EMEKLİLİK ► HONG KONG FON BİRLİĞİ

DÜNYA KENTLERİNİN İNCİSİ: İSTANBUL

TÜRKİYE'DE PORTFÖY YÖNETİMİ
SEKTÖRÜNÜN ÖNCÜSÜ:
İŞ PORTFÖY YÖNETİMİ



İş Portföy Yönetimi, etkin portföy yönetimi hizmeti kapsamında müşterilerinin risk/getiri beklentilerine uygun yatırım stratejileri oluşturmakta ve sektörünün ilk tercih edilen kurumu olarak liderliğini sürdürmektedir.

Sevgili Okurlar,

Sonbahara dünyanın birden fazla bölgesinde finans sektöründe yaşanan sorunlarla girerken, TKYD'yi temsilen katıldığımız 25. IIFA Genel Kurul toplantısında 36 ülkeden fon birlikleri yetkilileri ile sektörümüzün küresel anlamda içinden geçmekte olduğu yeni düzenleme ve değişimi tartışıp, görüş alışverişi yapma fırsatını elde ettik.

Yönetim Kurulu Başkan Yardımcımız Didem Gordon'un dünyada Fon Birliklerinin ve sektörün önündeki engeller ve çözüm önerilerinin tartışıldığı bölümde panelist olarak yer aldığı Genel Kurul toplantısı, böylesine kritik bir dönemde görüşlerimizi paylaşma imkanını bize vermiş oldu. Dergimiz sayfalarında bu toplantı içeriğine ilişkin detayları bulacaksınız.

Ülkemizde ise Kolektif Yatırım Araçları Endüstrimizde özellikle portföy yönetim şirketleri ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları mevzuatında yapılan yeni düzenlemelerle küresel uygulama ve rekabet ortamına uyum anlamında önemli adımlar atılıyor. Dergimizde yeni düzenlemelere ilişkin detayları ve sektör görüşlerini ele aldık.

İçeriğimizde Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nda kurumsal yatırımcıların etkinliğini inceleyen bir bölüm de yer alıyor.

Yılın bu son sayısında hem Fon Yöneticileri 4. Çeyrek Beklenti Anketi hem de önde gelen finans kurumlarımızdan 10 ekonomistin değerlendirmeleri ışığında, 2012 yılında yatırım araçları ve ülkemiz ekonomisine ilişkin tahmin ve beklentileri bulacaksınız. Ayrıca değerli bir ekonomistin küresel ekonomik gelişmeleri kaleme aldığı bir makale de içeriğimizi zenginleştirdi.

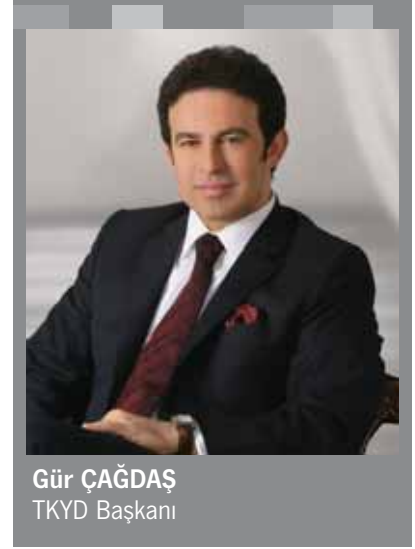
Hong Kong Yatırım Fonları Birliği söyleşimizde Asya'nın bu önde gelen piyasasının portföy yönetimi sektörünü yakından tanıtmaya çalışırken, Araştırma bölümümüzde de yükselen piyasalar arasında Türkiye'nin yerini irdeleyen bir çalışmaya yer verdik.

Bireysel Emeklilik sayfalarımızda emeklilik sektörünün ülkemizde ve dünyada geldiği noktaya dikkat çeken bir makale yer alıyor. Eğitim sayfamız ise kuruluşu yeni tamamlanan Sermaye Piyasası Lisanslama, Sicil ve Eğitim Kurulu A.Ş.'nin tanıtıldığı bir bölüme ayrıldı.

Hepinize keyifli okumalar diliyorum.

Saygılarımla,

Gür Çağdaş
TKYD Başkanı



Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Başkanı

*Kolektif Yatırım Araçları
Endüstrimizde,
özellikle portföy
yönetim şirketleri ve
menkul kıymet
yatırım ortaklıkları
mevzuatında yapılan
yeni düzenlemelerle
küresel uygulama ve
rekabet ortamına
uyum anlamında
önemli adımlar
atılıyor.*

kurumsal
yatırımcı

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

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü
Tülin Özaydın

Editör
Güzin Övünç

Yayın Kurulu
Halim Çun
Dr. Alp Keler
Arif Tepe
Dr. Engin Kurun
Cenk Aksoy
Mehmet Ali Ersarı
Doc. Dr. Mehmet Horasanlı
Tayfun Oral

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

Reklam Müdürü
Selin Sözer

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

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

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

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

Baskı
Bilnet Matbaacılık Biltur Basım Yay. ve Hiz. A.Ş.
Tel: 0216 444 44 03

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

içindekiler

4 SEKTÖRDEN HABERLER

8 TKYD'DEN
TKYD Sonbahar Etkinlikleri Toplantılar, Mevzuat ve Vergi Çalışmaları
IIFA Genel Kurulu12 KAPAK - PYŞ YENİ MEVZUAT
PYŞ'ler için yeni bir adım: Yatırım fonlarının
alım - satımına aracılık
Özgür Çatı / Pazarlama ve Satış Direktörü
Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.15 Tebliğ değişiklikleri, SPK'nın fon sektörünü
rekabete açmak konusundaki kararlılığının ispatı
Arma Portföy Yönetimi A.Ş.16 TÜRKİYE ELEKTRONİK FON DAĞITIM
PLATFORMU'nun ikinci fazı tamamlanmak üzere,
sektörde farkındalığın artırılması gerekli
Takasbank19 KAPAK - MKYO YENİ MEVZUAT
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına Yeni Düzenleme20 YENİ TEBLİĞ KAPSAMLI DEĞİŞİKLİKLER İÇERİYOR
Özgür Eser / Genel Müdür
Alternatif Yatırım Ortaklığı A.Ş.22 MKYO SEKTÖRÜ ÜZERİNE DEĞERLENDİRMELER
Halim Çun / Genel Müdür
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.24 TKYD ANKET
FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ
4. ÇEYREK / 2011

YILIN SON ÇEYREĞİNDE GÖZLER AVRUPA'DA

26 KAPAK 2012'DE TÜRKİYE EKONOMİSİ

10 EKONOMİST 2012 TÜRKİYE EKONOMİSİNİ DEĞERLENDİRDİ

30 ANALİZ

Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasında Türkiye Dikkat Çekiyor!
Ozan Gökler / Yatırım ve Kantitatif Analiz Bölümü - Direktör
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

32 VOB'DA KURUMSAL YATIRIMCILAR

KURUMSAL YATIRIMCININ VOB'UN GELİŞİMİNDEKİ ROLÜ

Emir ÇETİNKAYA

VOB Sözleşme Araştırma ve İstatistik Müdürü

Kerem ÖNDE / VOB Sözleşme
Araştırma ve İstatistik
Müdürlüğü Uzman Yardımcısı

**36** Türev araçların yatırım amacıyla da kullanılabilmesi ile VOB'da fonların etkinliği arttı

Selim Kocaoğlu / Yatırım Fonları Portföy Yönetimi Bölümü
Müdür Yardımcısı - İŞ Portföy Yönetimi A.Ş.

38 VOB - Baz Yük Elektrik Vadeli İşlem Sözleşmesi işleme açıldı

Deniz KUMCUOĞLU / Vadeli İşlemler Departmanı
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

40 FON YÖNETİMİ

İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu: GOLDIST
Pınar İnanöz / Finans Portföy Yönetimi A.Ş.

GAREN-MSCI Türkiye Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu
Engin İrez / Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

42 EKONOMİST GÖRÜŞ

Dünya'da Yaşanan Bir Büyüme Sorunu
Dr.Barbaros İncei / Baş ekonomist - Sabancı Holding

45 EĞİTİM

GÜÇLENEN SERMAYE PİYASASINA EĞİTİM, TANITIM ve ARAŞTIRMA DESTEĞİ:
"SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUĞU A.Ş."

Bekir Yener Yıldırım / Genel Müdür
Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.

46 BİREYSEL EMEKLİLİK

Bireysel Emeklilik Sektörünün Türkiye'de ve Dünyada Kat Ettiği Yol
Ömür Şengün / Genel Müdür - Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.

48 YABANCI KONUK

HONG KONG YATIRIM FONLARI BİRLİĞİ
Sally Wong Chi Ming, CEO/ Hong Kong Yatırım Fonları Birliği (HKIFA)

**52 FON DÜNYASI**

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

56 YATIRIMCI KİTAPLIĞI**58 EFAMA**

UCITS Pazarında Trendler

60 SEKTÖR VERİLERİ
YATIRIM FONLARI ANALİZ**62 KYD ENDEKSLERİ****63 SEKTÖR VERİLERİ****67 KURUMSAL YATIRIMCI**
IN ENGLISH



SEKTÖRDEN HABERLER

YENİ KURULAN YATIRIM FONLARI*

- T. Garanti Bankası A.Ş.'nin, 200 milyon TL başlangıç tutarlı "T.Garanti Bankası A.Ş. EKO10 Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu"
- T. Garanti Bankası A.Ş.'nin "T. Garanti Bankası A.Ş B Tipi Kamu ve Özel Sektör Tahvil ve Bono Fonu", "T. Garanti Bankası A.Ş. Pozitif B Tipi Değişken Fonu" ve "T. Garanti Bankası A.Ş. A Tipi Temettü Endeks Fonu"
- Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin iki milyar TL başlangıç tutarlı "Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. B Tipi Şemsiye Fonu"
- Vakıf Emeklilik A.Ş.'nin her biri 200 milyon TL başlangıç tutarlı Vakıf Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Grup Esnek Al-

ternatif Emeklilik Yatırım Fonu, Vakıf Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Grup Kamu Borçlanma Araçları Mavi Emeklilik Yatırım Fonu ve Vakıf Emeklilik A.Ş. Grup Esnek Beyaz Emeklilik Yatırım Fonu

- Akbank T.A.Ş.'nin bir milyar TL başlangıç tutarlı "Akbank T.A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu" ve üç milyar TL başlangıç tutarlı "Akbank T.A.Ş. B Tipi Şemsiye Fonu"
- Osmanlı Menkul Değerler A.Ş.'nin, her biri 10 milyon TL başlangıç tutarlı "Osmanlı Menkul Değerler A.Ş. Minerva Hisse Senedi Serbest Yatırım Fonu", "Osmanlı Menkul Değerler A.Ş. Anatolia Serbest Yatırım Fonu", "Osmanlı Menkul Değerler A.Ş. Uzun Kısa Hisse Senedi Serbest Yatırım Fonu" ve "Osmanlı Menkul Değerler A.Ş. Virtus Serbest Yatırım Fonu"
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, 150 milyon

TL başlangıç tutarlı “İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Değer Odaklı Serbest Özel Fon”

- Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.’nin her biri bir milyar TL başlangıç tutarlı “Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Koç İştirak Endeksi Emeklilik Yatırım Fonu”, “Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Alternatif Esnek Emeklilik Yatırım Fonu” ve “Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. İMKB Temettü Endeksi Emeklilik Yatırım Fonu
- Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.’nin her biri bir milyar TL başlangıç tutarlı “Gelir Amaçlı Alternatif Esnek Emeklilik Yatırım Fonu” ve “Büyüme Amaçlı Performans Esnek Emeklilik Yatırım Fonu”
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin, 100 milyon TL başlangıç tutarlı “İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kaldiraçlı Hisse Serbest Yatırım Fonu”
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin 100 milyon TL başlangıç tutarlı “Sardes Portföy İş Yatırım Verim B Tipi Değişken Yatırım Fonu”

YENİ FAALİYET İZİNLERİ, SERMAYE ARTIŞLARI*

- Euro Kapital Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin nakit olarak artırılan 10 milyon TL nominal değerli payları ortakların rüçhan hakları kısıtlanarak halka arz edildi.
- Halk Portföy Yönetimi A.Ş.’ne faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verildi.
- Aktif Yatırım Bankası A.Ş. tarafından ihraç edilecek ve halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcılara satılacak olan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler karşılığında toplanan paralarla 300 milyon TL’ye kadar oluşturulacak olan Varlık Finansmanı Fonu’nun kuruluşuna izin verildi.
- Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin Doğu İstanbul Gayrimenkul ve Yatırımları A.Ş.’yi devralma suretiyle birleşmesine onay verilmesi, birleşme işlemi nedeniyle çıkarılmış sermayesinin 55 milyon TL’den 304.148.493 TL’ye artırılması ve 240 milyon TL olan kayıtlı sermaye tavanının bir milyar TL’ye çıkartılması talepleri olumlu karşılandı.
- Merrill Lynch Menkul Değerler A.Ş. Portföy Yöneti-

ciliği faaliyetinde bulunmak üzere “Portföy Yöneticiliği Yetki Belgesi” aldı.

- Anadolu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin, beş milyon TL’lik kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, ödenmiş sermayesinin 1.7 milyon TL’den bedelli olarak %50 oranında artırılmak suretiyle 2.55 milyon TL’ye artırılması amacıyla esas sözleşmesinde yapılacak değişikliğe izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.
- Metro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin, yatırım ortaklığı statüsünden çıkma başvurusu olumlu karşılandı.
- Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin, Saf Gayrimenkul Geliştirme İnşaat ve Ticaret A.Ş.’yi devralması suretiyle birleşmesine onay verilmesi, birleşme işlemi nedeniyle çıkarılmış sermayesinin 56 milyon TL’den 886.601.669 TL’ye artırılması ve 500 milyon TL olan kayıtlı sermaye tavanının iki milyar TL’ye çıkartılması talepleri olumlu karşılandı.
- EFG İstanbul Portföy Yönetimi Anonim Şirketi unvanlı bir portföy yönetim şirketi kuruldu.

KURUMLARDAN HABERLER

Ak Portföy’e Ödül Ak Portföy Yönetimi, 2011 yılı World Finance ödülleri kapsamında Yılın Portföy Yönetim Şirketi kategorisinde Türkiye’nin en iyi portföy yönetim şirketi ödülünü kazandı. Portföy yönetim şirketleri kategorisinde şirketler kurumsal yönetim yapıları, yatırım süreçleri, risk yönetimi uygulamaları, müşteri hizmetleri yönetimi ve yönetilen yatırımların performansları bakımından değerlendirildi. Ak Portföy, iyi tanımlanmış süreçleri, üstün müşteri hizmetleri kalitesi ve yenilikçi şirket felsefesi ile bu alandaki en iyi uygulamalara sahip portföy yönetim şirketi olarak bu ödüle layık görüldü.

World Finance ödülleri, 2007 yılından bu yana çeşitli endüstrilerde referans olacak başarıları ve en iyi uygulamaları gerçekleştiren lider kişileri, takımları ve organizasyonları belirlemek amacıyla veriliyor. İlk turda World Finance’in 40.000 profesyonelden oluşan katılımcı havuzu oyları ile ön elemesi yapılan ödül kategorilerinde ikinci turda kendi alanlarında uzman kişi ve kurumlardan oluşan jüri heyetlerinin detaylı incelemeleri ile kazananlar tespit edilip, duyuruluyor.

* SPK haftalık bültenlerinden derlenmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (U.S. Securities and Exchange Commission/SEC) arasında "Düzenleyici Diyalog" olarak adlandırılan bir resmi işbirliği mekanizması oluşturuldu.

SPK ve SEC arasında kurulan "**Düzenleyici Diyalog**" ile her iki ülkenin sermaye piyasalarında, yatırımcının korunması ile Türkiye ve ABD arasındaki sınır ötesi menkul kıymet faaliyetlerinin artırılması hedefleniyor. Bu amaçla, "düzenleme", "denetim" ve "eğitim" alanlarında işbirliği yapılması planlanıyor. Söz konusu Diyalogun başta SPK idari kapasitesine, uluslararası etkinliğine ve İstanbul Uluslararası Finans Merkezi çalışmalarına olumlu katkı sağlayacağı bekleniyor.

SEC daha önce Çin, Hindistan, Kore, Japonya ve Avrupa Birliği menkul kıymet otoriteleri ile işbirliği mekanizması başlatmıştı. Söz konusu işbirliği Türkiye'nin bulunduğu coğrafyada ilk işbirliği oldu.

Finansbank, Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş'nin hisselerinin satışı ve münhasır acentelik sözleşmelerinin yapılması konularında danışmanlık firmalarını yetkilendirecek. Finansbank'ın Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayımlanan açıklamasında, bankanın yüzde 99,99 oranında pay sahibi olduğu Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş hisselerinin satışı ve sigorta şirketleriyle hayat sigortası ve elementer sigorta ürünlerine ilişkin münhasır acentelik sözleşmelerinin yapılmasının yönetim kurulunda değerlendirildiği belirtildi. Açıklamada, stratejik alternatifleri değerlendirmek üzere danışmanlık firmalarının yetkilendirilmesi hususunda banka genel müdürlüğünün yetkili kılındığı belirtildi.

MEVZUAT

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ 28.07.2011 tarih ve 28008 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföyleriyle ilgili tüm bilgileri bundan böyle Seri:XI, No:29 sayılı "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" uyarınca halihazırda kamuya açıklanan finansal raporları aracılığıyla yatırımcılarla paylaşacak. Böylece, gayri-

menkul yatırım ortaklıklarının, portföy sınırlamaları ve ekspertiz sonuçları dahil olmak üzere, portföyleri hakkındaki önemli tüm bilgilerine, finansal tablolarda ve yönetim kurulu faaliyet raporlarında tek bir set halinde yer verilmesi sağlanıyor.

Tebliğ Değişikliği ile ayrıca, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinin korunması, geliştirilmesi ve kamuya yapılan açıklamaların zenginleştirilmesini teminen ilave bazı düzenlemeler yapıldı.

Bu düzenlemelerle birlikte, yatırımcılara gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, portföyde yer alan her bir kalemi daha kapsamlı bir şekilde açıklayan finansal tabloları ve yönetim kurulu faaliyet raporlarını analiz etmek suretiyle yatırım kararı verme imkanı getirildi.

Döviz, mala ve kıymetli madenlere dayalı olarak gerçekleştirilen kaldıraçlı alım satım işlemleri 31.08.2011 tarihinden itibaren Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetki alanına giren bir sermaye piyasası faaliyeti oldu. Söz konusu işlemlere ilişkin esaslar SPK'nın "**Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri ve Bu İşlemleri Gerçekleştirebilecek Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ**"inde düzenlendi.

Yapılan düzenlemeler çerçevesinde, kaldıraçlı alım satım işlemleri yalnızca Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilen kuruluşlar tarafından gerçekleştirilebilecek.

Kurumsal Yönetim İlkeleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Tebliğ niteliğinde bir düzenlemeye dönüştürülürken, ilkelere uluslararası gelişmeler de dikkate alınarak bazı değişiklikler yapıldı. Hazırlanan Tebliğ ile, piyasa değeri ve işlem hacmi gibi kriterler bakımından piyasanın önde gelen şirketlerinin dahil olduğu İMKB30 Endeksi'nde yer alan bankalar haricindeki halka açık anonim ortaklıklar tarafından, özellikle küçük yatırımcıların etkin bilgilendirilmelerini ve şirket yönetimlerinde etkin ve adil temsiliyi sağlamak amacıyla seçilmiş bazı ilkelere uygulanması zorunlu hale getirildi. Bu çerçevede ilk etapta, yatırımcıların sağlıklı bir biçimde karar vermelerini kolaylaştırmak amacıyla genel kurul toplantı ilanlarının zamanlamasına ve içeriğine ilişkin yükümlülükler getirilirken, ayrıca küçük yatırımcıların etkin bir biçimde temsil edilebilmesini ve yönetim kurulunun olası menfaat çatışmalarından uzak bir biçimde etkili çalışabilmesini teminen bağımsız yönetim kurulu üyeliği bir zorunluluk olarak düzenlendi.

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



Yatırımlarınıza karar vermenin çok daha kolay bir yolu var!

Birikimlerinizi değerlendirirken binlerce seçenek ve soru arasında kafanız karışmasın. Türkiye'nin ilk portföy yönetim şirketi Garanti Portföy, somut bilgiye dayanan felsefesi ve tecrübesiyle risklerinizi minimuma indiriyor. Gelin, siz de Garanti Portföy'ün yenilikçi ve öncü çözümlerinden faydalanın.

 **Garanti Portföy**

www.garantiportfoy.com.tr
Bütün Garanti Bankası şubelerinde
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

TKYD Sonbahar Etkinlikleri

Toplantılar, Mevzuat ve Vergi Çalışmaları

Haziran başında gerçekleşen Sektör toplantısının ardından ortaya çıkan sonuçlara göre düzenlenen iş takvimi, TKYD'nin yaz ve sonbahar aylarının gündeminde belirleyici oldu.

Ağustos ayında TKYD yönetimi ve Vakıflar Genel Müdürlüğü ile bir toplantı yapılarak, Kasım ayı sonunda "Vakıf Mevzuatı ve Vakıf Varlıklarının Değerlendirilmesi" konulu bir konferansın ortaklaşa düzenlenmesi için çalışmalara başlandı. Konferansların ilkinin İstanbul'da bulunan yeni vakıfları, ikincisinin ise Ankara'da (ve diğer illerde) bulunan vakıfları kapsamı planlandı.

TKYD yönetimi Ağustos ayında ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu'nu ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'i de ziyaret ederek, mevzuat ve vergi düzenlemeleri kapsamında sektörün beklediği değişiklikler konusundaki taleplerini iletiler.

TKYD tarafından hazırlanarak SPK'ya daha önce sunulan ve yatırım fonlarının yeniden şekillenmesinde önemli rol üstlenecek olan, AB ile uyumlu "Yatırım Fonları Sınıflandırması" bazı yeni fon türlerinin eklenmesi ve yeni düzenlemeler sebebiyle revize edilerek, yeniden SPK'ya iletili. Fon sınıflandırmasının gündeme alınması halinde, vergisel düzenlemelerin de yeni sınıflandırmaya göre yapılması

planlanıyor.

TKYD'nin de ortağı olduğu "Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş." nin tüzel kişiliği onaylanmasının ardından, şirket faaliyetlerine başladı.

Diğer tarafta kıdem tazminatı fonu konusunda TKYD yönetimi, sektör görüşleri ve bakanlık görüşlerinin bir araya getirileceği, yurtdışı örneklemelerin de takip edileceği bir çalışma takvimi için hazırlıklara başladı.

Sonbahar Toplantıları

TKYD Eylül ayında katıldığı IIFA Genel Kurul toplantısı ardından, Kasım ayında da düzenleyici veya katılımcı bazında birçok toplantıda aktif olarak yer alacak.

IIFA Genel Kurulu (18-23 Eylül 2011, Stokholm)

Uluslararası Yatırım Fonları Birliği (IIFA-International Investment Funds Association)'nin Stokholm'de gerçekleştirdiği 25. Genel

Kurul Toplantısına TKYD Başkanı Gür Çağdaş ve Başkan Yardımcısı Didem Gordon katıldılar. Gordon ayrıca, toplantının Fon Birliklerinin Endüstrideki rolü konulu panelinde TKYD ve yatırım fonu endüstrimizi anlatan bir sunum yaptı.

CFA Konferansı (25 Ekim 2011, İstanbul)

CFA Society of Istanbul tarafından, İMKB, TKYD ve Bloomberg HT'nin katkılarıyla düzenlenen olan "Türkiye'de Tasarruf Açığı Sorunu, Makroekonomik Etkileri ve Sermaye Piyasalarının Gelişimi" başlıklı konferans 25 Ekim 2011 tarihinde İMKB'de gerçekleştirdi TKYD toplantı sponsorluğu yanı sıra, öğleden sonraki 'Kurumsal Açısından Türkiye'de Tasarruf Açığı' konulu panelde de Yönetim Kurulu üyesi ve Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Dr. Engin Kurun tarafından temsil edildi.

Açılış konuşmasını Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in yapacağı toplantıda, 'Tasarruf Açığının Makroekonomik Açısından Etkileri' ve 'Tasarrufların Artırılması İçin Yapılabil-



lecekler' ana konu başlıkları altında birçok yerli ve yabancı yönetici konuşmacı olacak.



Tayvan Türk Sermaye Piyasaları Etkinliği (27-28 Ekim 2011)

Tayvan Sermaye Piyasası kurumları ve Türk sermaye piyasası kurumlarının ortaklaşa düzenledikleri Türk Sermaye Piyasaları Etkinliği 27-28 Ekim tarihlerinde Tayvan'da gerçekleştirilecek. Toplantıya SPK, İMKB, TSPAKB, Takasbank, VOB ve TKYD temsilcileri katılacaklar. SPK Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray ve İMKB Başkanı Hüseyin Erkan'ın da katılacağı toplantılarda TKYD'yi Başkan Gür Çağdaş ve Başkan Yardımcısı Didem Gordon temsil edecekler. Toplantıya ev sahipliğini Tayvan Aracı Kuruluşlar Birliği ve Tayvan Borsası yapacak. Tayvan'daki sermaye piyasası kurumlarına yapılacak ziyaretlerin ardından, son gün iki ülke temsilcilerinin katılacağı bir yuvarlak masa toplantısı düzenlenecek ve iki ülke arasında sermaye piyasalarının

geliştirilebilmesine yönelik karşılıklı paylaşımında bulunulacak.

MASAK Toplantısı (1 Kasım 2011, İstanbul)

T.C.Maliye Bakanlığı Mali Suçları Araştırma Kurulu Başkanlığı (MASAK) tarafından suç gelirlerinin aklanması ve terörün finansmanı ile mücadelede "önleyici tedbirler" olarak bilinen yükümlülükler konusunda, portföy yönetim şirketleri çalışanlarına yönelik bu yıl da bir çalıştay gerçekleştirilecek.

MASAK ve TKYD ev sahipliğinde 1 Kasım 2011 tarihinde Mövenpick Otel'de gerçekleştirilecek olan çalıştayda, Portföy Yönetim Şirketleri'nin söz konusu yükümlülüklerle uyum denetimlerinin değerlendirilmesi ve şüpheli işlem bildirim sisteminin daha etkin hale getirilmesi amacıyla yönelik aşağıdaki konu başlıkları ele alınacak:

- Suç Gelirlerinin Aklanması ve Terörün Finansmanı ile Mücadelede Yükümlülükler
- Şüpheli İşlem Bildirim Yükümlülüğü
- Yükümlülük Denetimleri, Yükümlülük İhlal İncelemesi
- Portföy yönetim şirketleri nezdinde gerçekleştirilen yükümlülük denetimlerinin değerlendirilmesi.

Toplantıya, MASAK Başkan Yardımcısı ve eğitim uzmanları ile TKYD Yönetim Kurulu üyeleri ve Portföy Yönetim Şirketleri çalışanları katılacak.

MASAK, PYŞler dışında yükümlülük kapsamına giren Sigorta Şirketleri çalışanları, aracı kurumlar ve leasing, faktoring şirketleri çalışanlarına da benzer toplantıları sırasıyla gerçekleştirecek.

German Equity Forum (21-23 Kasım, Frankfurt)

21-23 Kasım tarihlerinde Frankfurt'ta gerçekleştirilecek olan German Equity Forum'da bu yıl İMKB ana sponsorlardan biri oldu. 22 Kasım tarihinde "Türkiye Forumu" başlıklı konferans İMKB ev sahipliğinde gerçekleştirilecek. TKYD Yönetim Kurulu Üyesi ve İş Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Dr. Gürman Tevfik, "Türkiye Sermaye Piyasaları" başlıklı panelde TKYD'yi temsil edecek. Panelin diğer katılımcıları İMKB Başkanı Hüseyin Erkan ve TSPAKB Başkanı Attila Köksal olacak.

Açılış konuşmalarını İMKB Başkanı Hüseyin Erkan ve Alman Borsası Yönetim Kurulu üyesi Frank Gerstenschläger'in yapacağı forumda, Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in "Türkiye'de Yatırım" başlıklı bir konuşması olacak. Forumda ayrıca Enerji, Toptan ve Perakende sektörlerine ilişkin paneller ve şirket sunumları da yer alacak.



Vakıf Mevzuatı ve Vakıf Varlıklarının Değerlendirilmesi Toplantısı (30 Kasım 2011, İstanbul)

Vakıflar Genel Müdürlüğü ve TKYD'nin beraber düzenleyeceği "Vakıf Mevzuatı ve Vakıf Varlıklarının Değerlendirilmesi" konulu toplantı 30 Kasım 2011 tarihinde İstanbul Grand Hyatt Otel'de gerçekleştirilecek. Toplantı çalışmaları TKYD ve Vakıflar Genel Müdürlüğü tarafından yürütülüyor.

IIFA 25. Genel Kurulu

IIFA (International Investment Funds Association) 25. Yıllık Konferansı 18-23 Eylül 2011'de Stockholm'de gerçekleşti. İsveç Fon Birliği'nin evsahipliğinde yapılan konferans organizasyonuna bir çok ülkenin sektörü temsil eden fon birlikleri katıldı. Konferans'ta yeni düzenlemelerin yol açtığı sonuçlar ve değişiklikler, demografik özelliklerin dünya ekonomisi ve sektör üzerindeki etkileri, tasarruf ve emeklilik varlıklarının yönetiminde ön plana çıkan trendler paylaşıldı ve tartışıldı.

Konferans programında ana konu başlıkları olarak; yatırımcıya yansıyan getiriler, performans, yatırımcı

davranışları, etik değerler, portföy yönetimi şirketleri için kritik başarı faktörleri, küresel ekonomik ve sosyal trendler ve ülke bazında sektör değerlendirmeleri yer aldı.

İyi kurumsal yönetimin önemi, sosyal sorumluluk alanına giren yatırım temaları ve gelişimiyle ilgili öngörüler ile fon endüstrisine olası etkileri de yine program içindeki önemli konular arasındaydı.

EFAMA Yönetim Kurulu Başkanı Claude Kremer, konuşmasında fon endüstrisi için öncelikleri şöyle sıraladı: Uzun vadeli yatırım ve tasarrufların teşviki ve cesaretlendirilmesi, yatırımcı eğitimine önem verilerek

yatırımcı davranışının değiştirilmesi, faydalı düzenlemenin desteklenmesi, UCIT markasının dünya çapında korunması ve benimsenmesi, yatırım profesyonellerinin eğitimi ve verimliliğinin artırılması.

Fon endüstrisi açısından yapılmakta olan hukuki düzenlemelerin yarıcılığı yok etmemesi, maliyetler açısından verimli olması ve şeffaflığı desteklemesinin gerekli olduğunun da altı çizildi. Yatırım yönetimi kapsamında, yatırım ve emeklilik fonları düzenlemeleri, farklı ve daha hafif düzenlemelere tabi olan diğer ürünlerin yatırımcı ve fon endüstrisi üzerindeki etkilerinden bahsedildi.





Didem Gordon
TKYD Başkan Yardımcısı

Morningstar'ın CEO'su Don Phillips, Amerika'daki yatırım yönetimi sektöründe son 25 yılın bir değerlendirmesini yaptı ve dağıtım kanallarının hakimiyetine rağmen fon endüstrisinde bankaların yerlerini kaybettiklerine, portföy yönetimi şirketleri ve yatırım danışmanlığı sisteminin güçlenmiş olmasına, pasif yönetilen fonların pazar paylarındaki gelişmeye ve performansın önemine dikkat çekti. Yatırım fonlarının "satılan" ürünler değil, "alınan" ürünler olmasının gerekliliği üzerinde duran Phillips, yatırımcının bilinçlenmesinin önemi üzerinde durdu.

Fon yöneticilerinin yönettikleri fona kendi paralarını koymalarının performans ve sıralamalarda olumlu etkilerini istatistiklerle paylaştı. Phillips, bu konunun, yatırımcılara açıklanmasının da zorunlu bilgi olması gerektiğini savundu. Yine, performans üzerinde etkisi olan

Konferans programında ana konular; yatırımcıya yansıyan getiriler, performans, yatırımcı davranışları, etik değerler, portföy yönetimi şirketleri için kritik başarı faktörleri, küresel ekonomik ve sosyal trendler ve ülke bazında sektör değerlendirmeleri yer aldı.

maliyetlerin düşürülmesinin de "yatırımcı odaklı" bir sektör için gerekli olduğunun altını çizdi. Bu bağlamda, Morningstar'ın para ağırlıklı toplam getiri hesaplamasına önem vereceği ve zaman ağırlıklı yöntem ek olarak sunacağı belirtildi. Phillips, sektörde başarılı olabilmek için, yatırımcıya asistanlık ve koçluk yapmanın önümüzdeki dönemde daha da ön plana çıkacağını söyledi.

Konferans dahilinde IOSCO ile IIFA arasındaki işbirliğini içeren bir bölüm de yer aldı. IOSCO'nun, portföy yönetimini içeren Standing Committee 5'in çalışmalarından bahsedildi. Kurumsal yatırımcılar ile borsa arasında koordinasyonun artan önemi üzerinde görüşler ifade edildi.

Konferans'ın Fon Endüstrisinin politik ve düzenleme açısından karşı-

laştığı sorunlar, Amerika, Avrupa, Hong Kong ve Malezya fon birliklerinin katıldığı panelde ele alındı. Ülke ve kıtalararası farklılıklara rağmen hukuki düzenlemelerde yatırımcıları koruma amaçlı gelişmelerin önem kazandığı gözleniyor.

Etik değerlerin özellikle 2008 krizinden sonra artan önemi, sosyal sorumluluğu baz alan yatırımların ciddi oranda gelişmekte olduğu, potansiyel arz ettiği ve niş yatırım alanı olmaktan çıkarak yaygınlaştığı belirtildi. Bu konuların tartışıldığı panelde, Brezilya, Pakistan, Almanya ve Hollanda temsilcileri yer aldı.

Fon endüstrisini uzun vadede bekleyen engeller arasında, emeklilik sistemleri ve demografik özellikler dolayısıyla yaşlanan nüfusa sahip ülkelerin sistemlerini yeniden yapılandırılmalarının gerekliliği belirtildi. Bir çok ülkede hem vergisel hem de mali açıdan hükümetler tarafından desteklenen emeklilik sistemlerinin önemi bir kez daha vurgulandı.

Konferans'ta Dünyada Fon Birliklerinin ve sektörün önündeki engeller ve çözüm önerileri, Fransa Fon Birliği Başkanı Pierre Bolon'un yönetiminde, Avustralya, Danimarka ve Türkiye'nin katıldığı panelde tartışıldı. Mevzuata uyum konusunda kriz sonrası sektörün yoğun bir dönemden geçtiği ifade edilirken, yatırımcı iletişimi, bilgilendirme ve yatırım fonlarında doğru yönlendirme konusunda atılması gerekli adımlardan bahsedildi.

Konferans, XXV. IIFA Genel Kurulu ve sonrasında da Yönetim Kurulu toplantısıyla sona erdi.



PYS'ler için yeni bir adım:

Yatırım fonlarının alım satımına aracılık

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28 Temmuz 2011 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile portföy yönetim şirketleri (PYS'ler) yatırım fonu katılma paylarının alım satımına aracılık edebilecekler. PYS'ler aracılık faaliyetinde bulunabilmek için Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği'ne de uyum sağlayacaklar.

Aracılık faaliyeti ile ilgili iş ve işlemlerin yürütülmesini sağlayabilecek,

bu faaliyetlere elverişli mekân, teknik donanım ile yeterli sayıda personeli olması gereken PYS'lerin asgari öz sermaye tutarlarının da 1.250.000 TL olması gerekiyor.

PYS'ler için yeni bir adım olan fonların alım satımına aracılık faaliyetinin portföy yönetim sektöründe getirdiği beklentileri Ashmore Portföy ve Arma Portföy, Kurumsal Yatırımcı'ya değerlendirdi.

Ülkemizde Takasbank tarafından bu yıl işleme açılan Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu ile fon kurucuları, kendi dağıtım kanallarına alternatif olarak önemli bir dağıtım kanalına sahip oldular. PYS

Tebliği'ndeki yeni düzenleme ile yatırım fonu paylarının dağıtım kanallarına ilişkin düzenleme altyapısının AB mevzuatına daha uyumlu hale gelmesi de hedefleniyor. Böylece yatırım fonu paylarının alım satımı konusunda uzmanlaşan PYS'ler ortaya çıkarak, yurtdışındaki **'fon süpermarketleri'** oluşumunun ülkemizde de hayata geçebileceği öngörülmüyor.

Dosyamızda ayrıca, Takasbank'ın Kurumsal Yatırımcı için hazırladığı çalışmada fon dağıtım platformlarının yurtdışı örnekleri anlatılarak, sektörün gelişimindeki yeri irdeleniyor.

PYŞ'lerin fon alım satımına aracılık edebilmeleri bir ilk adım; fon kurma yetkisinin de verilmesi ile pekişecek

PYŞ'lerin yatırım fonu katılma paylarının alım satımına aracılık edebilmesiyle sektörde nasıl bir gelişim bekliyorsunuz? Fon sahibi olmadan bu tür bir düzenleme sektör beklentilerini karşılar mı?

PYŞ'lerin yatırım fonu katılma paylarının alım satımına 28/07/2011 tarihi itibarı ile aracılık edebilmelerinin sektörümüzün AB standartlarına yaklaşması açısından bir ilk adım olduğunu ancak yeterli olmadığını düşünmekteyiz. Bu gelişmenin özellikle uzun zamandır beklediğimiz PYŞ'lere fon kurma yetkisinin de verilmesi ile pekişeceğine ve bu suretle sektörün gerçek anlamda büyüyebilmesine platform hazırlayacağına inanmaktayız.

Yatırım Fonu sektörümüzün gelişebilmesi kapalı mimariden açık mimariye geçiş ile olabilecektir. Sektörde faaliyet gösteren portföy yönetim şirketi sayısı 31'e yükseldi. Dağılıma baktığımızda 12 portföy yönetim şirketinin dağıtım ağı sahibi banka iştiraki olduğunu ve 19'unun bağımsız portföy yönetim şirketi olduğunu görüyoruz. PYŞ'lerin banka ve aracı kurumlar gibi kendi fonlarını kurabilmeleri ve alım-satımını gerçekleştirebilmeleri daha fazla yabancı kuruluşun Türkiye fon pazarında yatırım yapma iştahını arttıracak ve küresel standartta rekabet ortamını getirecektir.

Kurucu ile PYŞ'ler arasındaki yönetim komisyonu paylaşım oranlarının ağırlıklı olarak kurucu lehine olması, PYŞ'lerin dar bütçeye sahip olmaları sonucunu getirmekte ve fon alım-satım yetkisinin kullanılabilmesi için yapılması gereken IT ve operasyonel alt yapı ve personel yatırımlarının karşılanabilmesini neredeyse imkansızlaştırmaktadır. Bu durum sektörün gelişimi için pozitif olan tebliğ değişikliği girişiminin etkisini kısa dönemde gösterememesi ve bağımsız PYŞ'lerin özellik-



Özgür Çati

Pazarlama ve Satış Direktörü
Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.

le piyasayı domine eden kurumların gölgesinde kalmaya devam etmeleri sonucunu getirecektir. Bu sebeple PYŞ'lere fon kurma yetkisi tanınması anahtar rol taşımaktadır.

PYŞ'lerin fon kurma yetkisine sahip olmaları ile, bugün karşılaştığımız kurucu ortak ile çalışmanın yarattığı bürokratik ve dinamik olmayan yapının yatırımcılara yansıyan hesap açma ve fon alım satım işlemleri ile ilgili zorluklar elimine edilebilecektir.

Takasbank elektronik fon platformunun da çalışmaya başladığı göz önüne alınarak, mevcut altyapı ile hedeflenen noktaya gidilebilir mi?

Takasbank Elektronik Fon Platformu'nun 24 Ocak 2011 tarihi itibarı ile çalışmaya başlaması dağıtım kanallarının yaygınlaşması için çok önemli bir adım. Yatırımcının istediği fonu bir tık ile istediği kuruluştaki hesabından alabilmesi çok büyük kolaylık ve esneklik sağlayacaktır.

Açık mimariye geçiş için öncü bir fırsat olan Takasbank Elektronik Fon Platformu'nun verimli çalışabilmesi ve

amacına ulaşabilmesi için mevcut alt yapının geliştirilmesi tabii ki önemli ancak üye kuruluşların sayısının artması ve sektörün önemli oyuncularının bir diğer kurumun fonunu satmak için istekli olması ve gerekli alt yapı çalışmalarına başlaması en kritik nokta. Bugün platform üyelerine baktığımızda, sektördeki 63 fon kurucusundan 34 kuruluşun üye olduğunu ve toplam 696 yatırım fonundan sadece 78 adet fonun alım satım işlemlerinin platformdan yapılabildiğini görüyoruz.

Fon sektöründe dağıtım kanallarının çeşitlendirilmesi ve yaygınlaşabilmesi hedefinin gerçekleştirilmesi için; Takasbank Elektronik Fon Platformu'nun etkin çalıştırılmasına yönelik olarak kurumların karşılıklı fon alım satımı için altyapı çalışmalarını hızlandırmaları, ürün çeşitliliğinin artırılması ve çok şubeli bankaların platformda etkin rol oynaması gerekmektedir.

Fon süpermarketleri portföy yönetim sektörünün gelişimine ne ölçüde katkıda bulunacaktır?

Fon süpermarketleri teknolojinin aktif kullanımı ile geniş kitlelere ulaşılabilmesi için önemli bir olanak yaratmaktadır. Yatırım alışkanlığının bireysel yatırımcılar odağı ile yaygınlaşmasında çok faydalı olduklarını dünya örneklerinde görebiliyoruz. Yatırım platformlarının ilk temelini atıldığı Avustralya'da fon süpermarketleri 50 milyon AUS\$ ve üzeri yatırım yapan kurumsal yatırımcılar için uygulama programı olarak başlıyor. Teknolojik yenilikler ile bu programlar geniş kitlelere hitap eden bir pazara dönüşüyor ve 2009 yılında 323 milyar Avustralya doları büyüklüğe ulaşıyor. 25 yıl sonra bugün perakende müşteri yatırımlarının %80'i fon platformları üzerinden yapılıyor.

İngiltere'de ise fon süpermarketlerinin geçmişi çok daha yakın zamana da-

yanıyor ilk fon süper marketi 2000 yılında, 11 yıl önce faaliyete geçiyor. Bugün 28 platform ile 164 milyar pound büyüklüğe ulaşılmış durumda. Fon endüstrisine yadsınamayacak önemli katkıları olduğunu her iki ülkeye de baktığımızda söyleyebiliriz.

Farklı portföy yönetim şirketlerinin yönettiği çeşitli fonlara tek bir hesap üzerinden yatırım yapılabilmesi yatırımcılara önemli kolaylıklar sağlıyor. Her şirket nezdinde ayrı ayrı hesaplar açılmasına, dökümanların tamamlanmasına, formların doldurulmasına gerek kalmıyor ve tüm yatırımlar birleştirilmiş hesap ekstreleri ile takip edilebiliyor. Online hızlı işlem yapabilme kolaylığı, farklı fon segmentlerinde uzmanlaşmış portföy yönetim şirketlerinin ürünlerine kolay erişim ve riskin dağıtıldığı portföylere sahip olmak yatırımcılara cazip geliyor.

Dünya örneklerinde bireysel yatırımcıların doğrudan işlem yapabildiği platformların yanı sıra ağırlıklı olarak Bağımsız Finansal Danışmanlar (IFA) vasıtası ile ulaşılabilen fon süpermarketleri olduğunu görüyoruz. Yatırım fonlarının yanı sıra aynı platformda emeklilik fonlarına erişim sağlanabiliyor ve yatırım danışmanlığı servisleri alınabiliyor. Yatırımcılar tüm yatırımlarını fon süpermarketleri üzerinden takip edebiliyorlar.

Fon süpermarketlerinin başarılı olabilmesi için çok iyi bir IT alt yapısına sahip olmaları, rekabetçi fiyatlandırma sunabilmeleri çok önemli. Yatırımcıların karşılaştırma yapabilmeleri için fon yönetim ücretlerinin, fon platformlarının tahsil ettiği ücretlerin şeffaf olarak yatırımcı ile paylaşılması da bir diğer önemli husus. Bağımsız Finansal Danışmanlık Sistemi ile birlikte fon süpermarketlerinin sektöre katkısı daha da yüksek olacaktır.

Portföy yönetim sektörünün gelişimi için mevzuatta başka hangi değişiklikler beklenmektedir?

- PYS'lere fon kurma yetkisinin verilmesi ve ilgili düzenlemeler. Fon kurma yetkisi ile birlikte PYS'lerin sermaye yeterlilik açısından nasıl konumlandırıl-

lacağına netlik kazanması gerekmektedir. Mevcut düzenlemede kurucuya ait mevcut tüm fonların toplam değerleri kurucunun özkaynakları toplamının 10 katını aşmıyor. Bağımsız portföy yönetim şirketlerinin mevcut uygulama ile fon kurma yetkisi almaları da sektörün gelişimi için yeterli olamayacaktır.

- Dağıtım kanallarının bağımsızlaştırılması ve Bağımsız Finansal Danışman kanunu alt yapısı ile ilgili düzenlemeler.

- Yabancı para cinsinden yatırım fonlarının alınıp satılabilmesi.

- Mevcut fon sınıflandırmalarının yatırımcının kolayca anlayabileceği doğru fon risk yapısını yansıtmakta eksik kalması sebebi ile, fonların AB standartlarında UCITS ile uyumlu olarak yeniden sınıflandırılması ve yapılandırılması bekleniyor. Özellikle yatırımcıların fonları şeffaf bir şekilde doğru eşlenikleri ile karşılaştırabilmeleri çok önemli. Bugünkü yapıda yatırımcının satın aldığı fonun farklı bir risk grubunun içinde olma durumu ile sık karşılaşıyoruz.

- A Tipi fonlardaki mevcut vergi eşitsizliğinin ortadan kaldırılması ile ilgili düzenleme.

- Yatırımcılara sunulan ürün çeşitliliğinin artırılması, gayrimenkul sektörünün yüksek potansiyelinden yatırımcıların faydalandırılabilmesi ve sektöre yeni kaynaklar yaratılabilmesi için Gayrimenkul Yatırım Fonları kurulabilmesini sağlayacak düzenlemeler.

- Yatırım fonlarında; yönetim ücreti, dağıtım kanalı komisyonu, kurucu komisyonu ve MKK komisyon maliyetlerinin yatırımcıya şeffaf bir yapıda sunulması ve standart fon bilgi kartları ile yatırımcının tam bilgilendirileceği düzenlemelerin yer alması beklenmektedir.

Portföy yönetim şirketleri alım-satım aracılık faaliyetini yürütebilmek için halihazırda yeterli imkan ve donanım sahipler mi, yoksa ek yatırım yapmaları mı gerekecek?

Banka iştiraki olan portföy yönetim şirketleri hali hazırda bir dağıtım kanalına sahip oldukları için alım-satım aracılık faaliyetlerine başlamayı öncelik-

lendirme gereksinimleri mevcut değil. Bağımsız portföy yönetim şirketleri ise alım-satım aracılık faaliyetlerini yürütebilmek için yeterli imkan ve donanım henüz sahip değiller ve önemli büyüklüklerde yatırım yapmaları gerekiyor. Yıllık lisans harç bedeli ödenmesi, operasyon ve aracılık faaliyetleri kapsamında ilgili birimlerin kurulması gerekiyor. Bağımsız PYS'lerin kurucu ile aralarındaki mevcut yönetim komisyonu paylaşım yapısından sağladıkları gelirler ile bu yatırımları karşılamaları mümkün değil.

Sektörde fonun yönetsel faaliyetlerini kapsayan hizmetler veren bağımsız şirketlerin yaygınlaşması ve rekabetin artması ile kurucunun sağladığı hizmet paralelinde komisyon paylaşım oranının düşmesi, açık mimari yapısına geçiş ve en önemlisi PYS'lerin fon kurma yetkisi almaları gerekli yatırımları yapılabilir kılacaktır.

Henüz alım-satım aracılık faaliyetleri kapsamında neticelenmiş bir başvuru bilgimiz dahilinde değil. Yukarıdaki sebeplerden dolayı PYS'lerin beklediğini düşünüyoruz.

Avrupa'da portföy yönetim şirketlerinin fonun yönetsel faaliyetlerini (muhasabe, raporlama, değerlendirme vb) şirket dışından sağlaması giderek yaygınlaşıyor. Ülkemizde de böyle bir yapıya doğru gidiş bekliyor musunuz?

Evet bekliyoruz. Bağımsız PYS'lerin sayısı 19'u buldu ve yeni SPK kanunu paralelinde yerli ve yabancı yeni şirketlerin sektöre girmesini bekliyoruz. Bağımsız PYS'lerin artması ile birlikte fonun yönetsel faaliyetleri kapsamında hizmet veren bağımsız yapılara da ihtiyaç artacak. Dünya örneklerinde olduğu gibi saklama, operasyon, değerlendirme, raporlama, portföy yönetimi gibi hizmetlerin birbirinden ayrılması, profesyonelleşme ve uzmanlaşmaya gidilmesi sektörün gelişmesi açısından çok önemli. Çıkar çatışmalarını önleyecek yapılar ile yatırımcılara daha şeffaf hizmet sunmak ve her hizmetin ücretini ayırtmak ve yatırımcı ile paylaşmak mümkün olabilecek.

Tebliğ değişiklikleri, SPK'nın fon sektörünü rekabete açmak konusundaki kararlılığının ispatı

Türk sermaye piyasaları ve özellikle fon yönetimi endüstrisi, büyük bir yapısal değişimin arifesinde bulunmaktadır. Sektör uzun yıllar enflasyon, yüksek faiz ve yüksek maliyetler gibi sebeplerle kendini geliştirememiştir. Ancak sektör, artık bu faktörlerin geçerliliğinin kalmadığı, içinde bulunduğumuz yeni ortama ve yatırım koşullarına intibak etmekte de güçlük çekmektedir.

Kanaatimizce sektörün hem büyüklük hem de kalite olarak gelişmemesinin en önemli sebebi, rekabetten uzak, şeffaf olmayan, oligopolistik piyasa yapısıdır. Yatırımcılar açısından bakıldığında, günümüzde hala fonlar arası doğru karşılaştırma ve analiz yapmak için gerekli bilgilere ulaşmanın zor olduğu görülmektedir. Buna ek olarak, dağıtım kanallarındaki sorunlar nedeniyle, yatırımcıların fon tercihleri yapay bir şekilde kısıtlanmaktadır.

Bankaların kendi dağıtım kanalları üzerinden sattıkları fonlar kendi satış ağlarının dışına çıkarılmadığı için, performans rekabetinin noksan olduğu bir sektör oluşmuştur. Bağımsız portföy yönetimi şirketlerinin ise, fonları başarılı olsa da, dağıtım kanalı bulması mümkün olmamıştır. Takasbank Elektronik Fon Platformu bu eksikliği gidermek açısından önemli bir adımdır. Bu elektronik platform, yatırımcıların fon getirilerini karşılaştırabileceği şeffaflığı sağlayacak; yeni hesap açma, para transferi gibi zahmetlere gerek kalmadan iste-

dikleri kurumun fon katılım belgesini almalarını mümkün kılacaktır. Dağıtım kanalı bulamayan fonlar da bu platform sayesinde pazarlama imkanı edinecektir. Rekabet ortamı oluşturulacaktır. Rekabet sayesinde performanslar yükselecek, maliyetler düşecektir. Yatırımcılar likit fon dışı ürünlere yönelecek, uzun vadeli fonların payı artacak, yabancı yatırımcıların da fonlara ulaşımı kolaylaşacaktır. Sonuç olarak fon sektörünün büyümesine olumlu katkısı olacaktır. Elektronik Fon Platformu sayesinde bu sonuçlara ulaşılabilmesi için, SPK dağıtım ve satış problemi olan ve olmayan tüm kurumların platforma dahil olması için ağırlık koymalıdır. Platformun varlığı medya araçları vasıtasıyla duyurulmalı, yatırımcılar da çalıştıkları kurumlardan bu servisi alma talebinde bulunmaları için teşvik edilmelidir.

Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ilişkin tebliğde yapılan son değişiklikler, SPK'nın fon sektörünü rekabete açmak konusundaki kararlılığının ispatıdır. SPK bu tebliğinde fon paylarının dağıtımı konusunda AB mevzuatına uyumlu hale gelmeyi hedeflemektedir. Amaç yurtdışında uzun senelerdir uygulamada olan "fon süpermarketleri" uygulamasını Türkiye'de de hayata geçirmektir. Yatırımcılar tek tek kurucu kurumlarda hesap açma külfetine katlanmadan PYŞ'ler üzerinden kendi risk getiri beklentilerine uygun fonlara kolayca ulaşabilecektir. Bu uygulamanın sektöre şeffaflık ve rekabet getirmek açısından önemli olduğu görüşündeyiz.



Amaç yurtdışında uzun senelerdir uygulamada olan "fon süpermarketleri" uygulamasını Türkiye'de de hayata geçirmektir. Yatırımcılar tek tek kurucu kurumlarda hesap açma külfetine katlanmadan PYŞ'ler üzerinden kendi risk getiri beklentilerine uygun fonlara kolayca ulaşabilecektir.

TÜRKİYE ELEKTRONİK FON DAĞITIM PLATFORMU'nun ikinci fazı tamamlanmak üzere, sektörde farkındalığın artırılması gerekli



Hızla büyüyen fon sektörümüzün gelişiminde önemli bir sorun olan eksik rekabetin giderilmesi konusunda çözüm olabilecek bir yapıyı sunan Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu (Platform), Takasbank tarafından 24.01.2011 tarihinde işleme alınmıştır. Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. ile koordineli yürütülen çalışmalar sonucunda işleme alınan birinci faz kapsamında; Platforma üye olan kurucular Platformda işleme açtıkları fonları, Platform üyelerine satabilmekte ve geri alabilmektedir. Platform ile fon kurucuları, kendi dağıtım kanallarına alternatif olarak önemli bir dağıtım kanalına sahip olmuşlardır. Böylece, dağıtım aşındaki kısıtlar nedeniyle yatırım fonu katılma belgelerini yeterli ölçüde pazarlayamayan ve fonlarını diğer aracı kuruluşların dağıtım ağlarını da kullanarak daha fazla yatırımcıya ulaştırmak isteyen başarılı fon yöneticilerine, daha geniş yatırımcı kitlesine ulaşma imkanı sağlanmıştır.

Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nun etkinliğinin artırılması için devam eden çalışmalar kapsamında, korumalı ve garantili fonların halka arz ve geri satım işlemleri ile itfa işlemleri de Platform'a dahil edilmekte ve çalışmaların bu yıl Kasım ayı sonunda

Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu'nun etkinliğinin artırılabilmesi için devam eden çalışmalar kapsamında, korumalı ve garantili fonların halka arz ve geri satım işlemleri ile itfa işlemleri de Platform'a dahil edilmekte ve çalışmaların bu yıl Kasım ayı sonunda tamamlanması planlanmaktadır.

tamamlanması planlanmaktadır. Ayrıca halka arz işlemlerinde, sektörün mevcut işleyişinde kullanılan, bloke edilen nakdin kurucunun likit fonu ile nemalandırılması alternatif de Platform üyelerimize sunulmuş olacaktır.

Bu çalışmada, yurtdışı benzer platformların sektördeki yeri ile ilgili bilgi verilerek dağıtım kanallarının geliştirilmesinin önemi vurgulanmıştır.

YURTDIŞI FON PLATFORMLARINA ÖRNEKLER

Amerika'da ilk fon piyasası, 1924 yılında Boston Borsası tarafından Massachusetts Investor's Trust adı ile 50,000 dolar ile başlamıştır. Fon işlemlerinde ortaya çıkan operasyonel yükün hafifletilmesi ve fon sektörüne standart bir dağıtım kanalının sağlanması fikri de ilk defa Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkmış, ilk fon dağıtım platformu Amerika Birleşik Devletleri'nde, takas ve saklama hizmeti veren Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) tarafından 1986 yılında kurulmuştur (Boteler 2006: 2). Fon alım-satımı, takası ve işlemlerinin kayıt altına alınması işlemlerini merkezileştiren Fund/SERV platformunu takiben Avrupa'da Euroclear tarafından işletilen FundSettle ve Clearstream tarafından işletilen Vestima+ platformları kurulmuştur. Güney Kore'de ise fon takas ve saklama sistemi olan FundNet, Güney Kore Takas ve Saklama Kuruluşu Korea Securities Depository (KSD) tarafından kurulmuştur.

Yurtdışı Fon Dağıtım Platformları

İsim	Ülke	İşleten Kurum
Fund/SERV	ABD	DTCC
FundSettle	AB	Euroclear
Vestima+	AB	Clearstream
FundNet	G.Kore	KSD

Kaynak: Takasbank

ABD’de 1980’lerin başında yatırım fonlarının yöneticileri etkin bir otomasyon sisteminde standart mesajları kullanarak işlemlerini gerçekleştirebiliyorlardı; ancak fon paylarının alım satımını gerçekleştiren fon dağıtım kuruluşları bunun aksine manuel birtakım yöntemlerle, standardı olmayan faks, telefon mesajları ile işlemlerini gerçekleştirmekteydiler. Avrupa’da ise genel olarak fon dağıtım kuruluşlarının en büyük sorunu işlemlerin dokümantasyonunun inanılmaz şekilde artmış olmasıydı. Fon dağıtım kuruluşlarının hem kendi aralarında hem de müşterileriyle kullanabilecekleri bir standart oluşturulamamış olması nedeniyle, her kurum kendi çözümünü geliştirmekte ve bu da standardizasyondan giderek uzaklaşmasına neden olmaktaydı. Çözülmesi gereken sorun fon dağıtım kanalları (banka, fon yöneticisi, aracı kurum, sigorta şirketi, finans danışmanı, banka şubesi, ATM, internet, posta idaresi, telefon) ile fon kurucusu arasındaki iletişimin standart hale getirilmesi idi. Avrupa’da fon yöneticileri genellikle fon dağıtımını, fon idaresi, fon transferi, fon saklaması gibi hizmetleri dış kaynaklardan (outsourcing) sağlamaktaydılar. Bu kurumlar, hisse senedinde de benzer işlevleri olmasına rağmen otomasyon sayesinde sorunsuz çalışırken, fonlarda transfer işlemlerinin %95’i faks ile sonuçlandırılmaktaydı. Bu sorunların üstesinden gelebilmek için ABD’de DTCC tarafından Fund/SERV, Avrupa’da Euroclear tarafından işletilen FundSettle ve Clearstream tarafından işletilen Vestima+ platformları kurulmuştur. Bugün ABD ve AB’deki fon alım-satım işlemlerinin önemli bir kısmı bu platformlar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

Fund/SERV her müşteri için, yaptıkları fon işlemlerinin takasını her gün toplu olarak, ödemeleri ise tek



seferde gerçekleştirilmektedir. Fund/SERV platformunda takas ve netleştirme işlemleri T+0, T+1 veya T+3 günlerinde yapılabilmektedir. Sistem gün içinde talimat girişlerine zaman sınırı koymamaktadır. Amerika’da Fund/SERV üzerinden gerçekleşen işlemler 2010 yılında 2.9 trilyon USD (2009 yılına göre %18 artış) işlem tutarı ve 219 milyon adet işlem hacmine ulaşmıştır. Ayrıca, kullanıcı sayısı 1051 olmuştur. Platform, 52,000’den fazla fona ve 520 transfer acentasına ulaşım imkanı sunmaktadır.

İşlemleri etkili ve daha düşük maliyetlerle yapması, 22 saat işlem yapılabilmesine olanak sağlaması, standart formatlar sayesinde manuel işlemlerle alakalı hataların azaltılması, tüm fon sektörünü kapsaması sayesinde işlem hacminin artmasına yardımcı olması, operasyonel risklerin azaltılması, ödemelerin netleştirilmiş değerler üzerin-

den yapılıp bu sayede işlem yükünün azalması, birçok farklı türde fonun alınıp satılmasını sağlayan altyapısı ile Fund/SERV fon platformu fon sektörüne önemli katkılar yapmıştır. Ayrıca, platform faks ve telefon ihtiyacını azaltmış, buna bağlı maliyetler ve emir iletilme süreleri önemli ölçüde azalmıştır. Böylece, yatırım fonu işlemleri başına düşen maliyetler 2006’da 0.11 \$ iken, 2010 yılında 0.06 \$’a kadar inmiştir.

Avrupa’da FundSettle, Euroclear tarafından kurulan, yatırım fonlarının piyasada dolaşımını ve fon emir verme sürecini düzenleyen bir platformdur. Bu platform, aracı kuruluşları, fonun yöneticisi olan fon dağıtım kuruluşlarını ve saklamacı kuruluşları bir araya getirerek elektronik ortamda yatırım fonlarının alım-satım emirlerinin girilmesini, gerçekleşen işlemlerin nakit ve kıymet takasının yapılmasını sağlamaktadır.

2010 yılı verilerine göre; FundSettle platformunda 52,000 fon, 2,100 fon yöneticisi, 250 fon dağıtıcısı yer almaktadır. Birçok fon için emir iletim işlemi ücretsiz olup takas işlem ücretleri 0.75 Euro'dan başlamaktadır. FundSettle platformu günlük hesap mutabakatları sayesinde erkenden hataların farkına varılmasına olanak sağlar. Platform, emir girişinden takasa kadar olan sürede bütün emir iletilmesi sürecinde gerçek zamanlı raporlama yapma imkanı verir. Ayrıca, her fon için farklı para birimlerine farklı birer ISIN verilerek fon dağıtım kuruluşlarının ve müşterilerinin bu para biriminden işlem yapmasına olanak sağlar.

Vestima+ platformu, Clearstream tarafından kurulmuş Avrupa'daki ikinci fon dağıtım platformudur. Vestima hizmetleri dört ana bölüme içermektedir: Emir yönetimi, netleştirme ve takas işlemleri, saklama ve raporlama. Müşteriler, emirleri tek başlarına Vestima+ aracılığıyla verebilecekleri gibi, bunun yanında Clearstream'in saklama hizmetleri ile emir iletimi ve takas işlemlerini birleştirme esneklikleri de mevcuttur.

Vestima'nın emir yönetimi sistemi end-to-end işlem prosesi ile çalışmaktadır. Fon dağıtım kuruluşları onay, -fon katılma belgesini- geri alma veya değiştirme emirlerini Vestima'ya gönderebilir ve bu sayede, anında doğrulama ve ilgili tarafa emrin yönlendirilmesini sağlayabilmektedirler. Vestima+ sisteminde müşterilerin kendi emirlerini online olarak izlemelerine, erişim ve yetki seviyelerini kendi ihtiyaçlarına uygun olarak düzenleyebilmelerine imkan tanınmaktadır. Fon işlemlerinin netleştirilmesi, ödemesiz (free of payment) veya karşı taraf ödemeli olarak, Clearstream veya bir başka kurum nezdinde yapılabilmektedir. Clearstream, yatırım fonlarına temettü ödemelerini

de içeren geniş kapsamlı bir saklama hizmeti vermektedir. Vestima+ tüm müşterilerine ayrıntılı raporlama yapmaktadır. Online sorgulama işlemleri ile fon acentalarına ve fon dağıtım kuruluşlarına kendi alım satım işlemleri hakkındaki en son bilgileri verebilmektedir. Vestima+ platformunda 77,000 fon, 352 fon yöneticisi, 224 fon dağıtıcısı yer almaktadır.

FundNet ise Kore Takas ve Saklama Kuruluşu KSD tarafından 2004 yılında kurulmuş olan bir fon takas ve saklama sistemidir. 2004 yılında 184 üye, 6,554 fon ve \$122 milyar toplam varlık değeri mevcut iken 2010 yılında üye sayısı 330, toplam varlık değeri \$288 milyar olmuştur.

Yurtdışı benzer platformların sektöre olan katkıları incelendiğinde, hızla büyüyeceğine inandığımız fon sektörümüzün şeffaf, etkin ve rekabetçi bir ortamda gelişmesine önemli katkıda bulunacak olan Türkiye Elektronik Fon Platformunun istenen amaca hizmet edebilmesi için, sektör katılımcılarının farkındalığının artırılması ve Platformda aktif olarak yer almaları gerekmektedir.

SONUÇ

Takasbank ve MKK ulusal fon sektörünün gelişimini kısıtlayan operasyonel sıkıntılara çözüm oluşturacak, back office işlemlerine belirli bir standart getirecek ve dağıtım kanallarını geliştirerek sektörün büyümesinin önünü açacak olan Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu Projesi'ni başlatmış, projenin analiz sürecinde, platform işleyişinin mevcut fon sektörüne uyumunun sağlanabilmesi için sektörle birlikte çalışılmış, tüm aşamalarda sektörle görüş alışverişinde bulunmuş, böylelikle işleme geçecek olan platformun sektörün ihtiyaçlarını en iyi şekilde karşılayacak bir sistem olarak tasarlanmasına çalışılmıştır.

Projenin bir sonraki aşaması uluslararası fonları ülkemizin içinde bulunduğu bölgeye ve Türk Sermaye Piyasası'na çekmek suretiyle etkin bir finans merkezi yaratarak Türkiye'nin bulunduğu bölgedeki lider rolünü pekiştirmek olacaktır. 'İstanbul Uluslararası Finans Merkezi' çalışmasının önemli projeleri arasında yer alan "Türkiye'de elektronik fon alım satım platformu kurulması" konulu eylem çerçevesinde yürütülen Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu Projesi Türk sermaye piyasası için yeni bir atılım olacaktır.

Yurtdışı benzer platformların sektöre olan katkıları incelendiğinde, hızla büyüyeceğine inandığımız fon sektörümüzün şeffaf, etkin ve rekabetçi bir ortamda gelişmesine önemli katkıda bulunacak olan Türkiye Elektronik Fon Platformunun istenen amaca hizmet edebilmesi için, sektör katılımcılarının farkındalığının artırılması ve Platformda aktif olarak yer almaları gerekmektedir. Böylece, gelişen fon sektörümüzden tüm katılımcılar başarıları ölçüsünde pay alabileceklerdir.



Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına Yeni Düzenleme

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları'nın (MKYO), kuruluş, halka arz, yönetim ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatmalarına ilişkin esaslar Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VI, No:30 sayılı "Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile yeniden düzenlendi.

Resmi Gazete'de 5 Ağustos 2011 tarihinde yayınlanan tebliğ ile yapılan değişiklikler kapsamında, MKYO'ların portföylerine alabilecekleri varlık ve araçlar ile bunların değerlendirme esasları menkul kıymet yatırım fonları ile paralel hale getirilirken, portföylerinin hangi şartlarda kimler tarafından yönetilebileceği ve muhasebe ve operasyon gibi hizmetleri başka bir kurumdan sağlanabilmesi düzenlendi.

MKYO'ların asgari çıkarılmış sermayesi 20 milyon TL'ye yükseltilirken, %49 olan asgari halka açıklık oranı ise değiştirilmedi. MKYO'lara en az bir ortağın lider

sermayedar olması zorunluluğu getirilirken, artık imtiyazlı pay ihraç edemeyecekleri de hükme bağlandı. Tebliğde net dağıtılabilir karın tanımı da değiştirildi. MKYO'ların net dağıtılabilir karlarının en az %20'sini birinci temettü olarak nakden dağıtmaları zorunlu hale geldi. Tebliğ, MKYO'ların paylarını geri alabilmelerine yönelik genel bir hüküm de getirdi. Ayrıca, menkul kıymet yatırım ortaklığı statüsünden çıkış durumunda uyulması gereken prosedür belirlendi. MKYO'ların daha önce ilke kararı ile belirlenen kendi internet sitelerine ilişkin düzenleme de tebliğe taşınarak zorunlu hale getirildi.

İç kontrol ve risk yönetimi sistemleri ile ilgili detaylar da yeni düzenlemede yer aldı. Karşılaştırma ölçütü belirlemeleri, ara dönem ve yılsonunda performans sunum raporu hazırlamaları ve bağımsız denetimden geçirmeleri zorunlu tutuldu. Sürekli bilgilendirme formu hazırlamala-

rı zorunlu hale getirilirken, formun içeriği Tebliğ ile belirlendi.

Tebliğ'de Ekim ayında yapılan ek bir değişiklik ile, MKYO'ların portföy yönetimi veya yatırım danışmanlığı hizmetini portföy yönetim şirketlerinin yanı sıra portföy yöneticiliği veya yatırım danışmanlığı yetki belgesine sahip diğer aracı kuruluşlardan da sağlayabilmesine imkan sağlandı. Ancak, portföy yönetimi/yatırım danışmanlığı faaliyeti ile ortaklık portföyü ile ilgili aracılık hizmetlerini yürütecek kuruluşların birbirinden ayrıştırılması şartı getirildi. Mevcut MKYO'lara bu hükme uyum sağlamaları için 1/1/2013 tarihine kadar süre verildi.

Tebliğ'in getirdiği bu kapsamlı düzenlemelerin sektörün gelişimine yapacağı katkı ve sektörün geleceğine ilişkin beklentiler konusunda Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını Alternatif Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. cevaplandırdı.

Tebliğ sektör için yeni bir sayfa açıyor ancak asıl atılım vergisel düzenleme ve temettü ödemeleriyle olur

Tebliğ sonrasında MKYO sektöründe nasıl bir gelişme bekliyorsunuz? Tebliğin getirdiği düzenlemelerden sektörün gelişmesine katkısı olacağını düşündüğünüz en önemlileri hangileridir?

Sektörün büyüme, şeffaflık, kurumsal yönetim ve yatırımcılar açısından olumlu etkileneceğini düşünüyorum. 5 Ağustos 2011 tarihinde yayımlanan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, yatırım ortaklıklarının son yıllarda sermaye piyasalarında yaşanan gelişmelere adaptasyonu için oldukça kapsamlı değişiklikler içermektedir. Sektör için belirsiz kalan birçok konu Tebliğ ile açık hale getirilmiştir.

Tebliğ`de portföyün yönetilmesi, Risk Yönetimi ve İç Kontrol sistemlerinin kurulması, kamuyu aydınlatma, temettü ödeme zorunluluğunun getirilmesi, performans sunuşuna yönelik yapılan düzenlemeler ve 20 milyon TL sermaye sınırının getirilmesi yönünde yapılan değişiklikler sektörün gelişmesi açısından katkıda bulunacaktır.

Tebliğ`de aynı zamanda ortaklıkların portföyünün yönetilmesinde uyulacak esaslar ve sınırlamalar yeniden belirlenmiştir. Bu değişiklik ile varantlara, borsa yatırım fonu, menkul kıymet yatırım fonu gibi farklı fon türlerine ve gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetlerine yatırım imkanı tanınması, portföylerin daha geniş bir perspektifte yönetilmesi imkanını doğuracaktır.



23 Eylül 2011 tarihi itibarıyla sektörde yer alan 26 adet Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının toplam net aktif değer büyüklüğü 685 milyon TL`dir. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, A tipi fonlarının 1,6 milyar TL, B tipi fonlarının 27,3 milyar TL ve emeklilik fonlarının 13,9 milyar TL net aktif değer büyüklüğü ile karşılaştırıldığında kurumsal yatırımcılar içinde düşük bir paya sahiptir.

Sektörün en büyük sorunlarından biri olan yüksek iskonto oranları için söz konusu Tebliğ bir çözüm getirmekte midir, bu konuda ne öneriyorsunuz?

Bilindiği gibi menkul kıymet yatırım ortaklıkları portföy işletmeciliği amacıyla kurulmuş halka açık şirketlerdir. Yatırımcılar yatırım ortaklıklarının hisse senetlerini alarak profesyonel bir şekilde yönetilen bir portföye yatırım yapmaktadırlar. Bu yatırımın geri dönüşü temettü şeklinde olmaktadır. Eski düzenlemede yatırım ortaklıkları SPK'nın halka açık şirketler için uyguladığı temettü ilkelerine bağlıydı. Bu ilkelerde dağıtılabilir karın dağıtılmama ihtimali söz konusu idi. Yeni Tebliğ`de Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları için bir istisna getirilmekte ve dağıtılabilir kar çıkması durumunda %20 nakit temettü ödeme zorunluluğu getirilmektedir. Bu şekilde yatırımcılar portföyün performansından yararlanabilecektir. Bu değişiklik gelecek dönemde menkul kıymet yatırım ortaklığı sektörünü iskonto oranlarını azaltıcı yönde olumlu yönde etkileyecektir. Yatırımcılar, yatırım ortaklıklarından yıllar içinde düzenli temettü ödemelerini almaları durumunda yatırım ortaklığının kaliteli bir yatırım aracı olacağını fark edecek ve hali hazırdaki iskonto oranları makul seviyeye gerileyecektir. Ayrıca portföy yönetim ve diğer ücretler için getirilen sınırlamalar da sektöre ilgiyi arttıracak bir düzenleme olarak karşımıza çıkmaktadır. Son dönemde bakıldığında, yatırım ortaklığı sektörü endeksi tebliğin yayınlanmasından itibaren İMKB-100 endeksine göre daha iyi

performans göstermiştir. Bu açıdan bakıldığında tebliğ kısmen sektörün performansını olumlu yönde etkilemiştir. Ancak sektör hisselerine ilgiyi azaltan en önemli faktörlerden biri stopaj konusudur. Bilindiği gibi yatırım ortaklığı sektörü hisse senetlerinden bir yıldan kısa süre içinde elde edilen kazançlar stopaja tabidir. Bu da sektörün normal iskontoda işlem görmesini engellemekte ve sektöre ilgiyi azaltmaktadır. Sektörün iskonto oranlarının normal seviyelere ulaşması için bu konunun da çözülmesi gerekmektedir.

MKYO sektörünün kurumsal yatırımcılar içindeki yeri nedir? MKYO sektörü gerilemekte olan bir model midir, yoksa bu düzenlemeler ile bir atılım yapabilir mi?

23 Eylül 2011 tarihi itibarıyla sektörde yer alan 26 adet Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığının toplam net aktif değer büyüklüğü 685 milyon TL'dir. Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, A tipi fonlarının 1,6 milyar TL, B tipi fonlarının 27,3 milyar TL ve emeklilik fonlarının 13,9 milyar TL net aktif değer büyüklüğü ile karşılaştırıldığında kurumsal yatırımcılar içinde düşük bir paya sahiptir. 2000 yılında yatırım ortaklığı sektörü 100 milyon TL net aktif değer büyüklüğüne ve kurumsal yatırımcı pazarında %4 paya sahipti. Son 10 yıla bakıldığında menkul kıymet yatırım ortaklığı sektörü önemli oranda büyüme kaydetmiş ancak net aktif değer büyüklüğü açısından istenilen büyüklüklere ulaşamamıştır.

Son yıllarda sermaye piyasalarında oldukça farklı kurumsal yatırımcı seçeneğinin oluşması, sektörün aleyhine olan vergisel durum ve buna bağlı olarak yatırımcıların

Yatırım ortaklığı sektörü hisse senetlerinden bir yıldan kısa süre içinde elde edilen kazançlar stopaja tabidir. Bu da sektörün normal iskontoda işlem görmesini engellemekte ve sektöre ilgiyi azaltmaktadır. Sektörün iskonto oranlarının normal seviyelere ulaşması için bu konunun da çözülmesi gerekmektedir.

sektöre ilgisinin azalması sektörün büyümesini engelleyen faktörlerdir.

Tebliğ`de menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kuruluş şartlarına ilişkin yapılan düzenlemeler sektörün büyümesini olumlu veya olumsuz yönde etkileyebilecektir. Bu düzenlemeye göre yeni kurulacak yatırım ortaklıklarının başlangıç sermayesi 20 milyon TL'den az olmayacak ve sermayesi 20 milyon TL'nin altında olan yatırım ortaklıkları da 2014 yılı sonuna kadar sermayelerini artırmak durumunda kalacaktır. Sektörde sermayesi 20 milyon TL'nin altında 17 adet yatırım ortaklığı mevcuttur. Sermaye gücü yeterli olan ortaklar gerekli sermaye artırımlarını 2014 yılı sonuna kadar yapacak,

aksi durumda yükümlülükler yerine getirilemeyecektir. Gerekli sermaye limitine ulaşamayacak yatırım ortaklıklarının hakim ortaklarının değişmesi veya sektörden çıkması söz konusu olabilecektir. Bu değişikliğin sektörün net aktif değerini artırıcı yönde etkilemesi ihtimalini daha yüksek görmekteyim.

Tebliğ getirdiği yeni düzenlemeler ile sektör için yeni bir sayfa açacaktır. Ancak sektörün büyük bir atılım yapması için aynı zamanda sektör üzerindeki vergi yükümlülüğünün kalkması, düzenli getirilerin sağlanması ve buna bağlı olarak temettü ödemelerinin gerçekleşmesi gerekmektedir.

Sektörün yurtdışındaki örneklerine göre geri kalmasında hangi faktörler etkilidir?

Türkiye`de menkul kıymet yatırım ortaklıklarının geride kalmasının en önemli nedenlerinden biri geçmişte sektörde temettü ödeme kabiliyetlerinin yeterince kullanılmamasıdır. Temelde yatırım ortaklıkları elde ettikleri gelirleri yatırımcılarına temettü olarak dağıtmak için kurulmuş ortaklıklardır. Ancak son 10 yılda elde edilen kazançlar ortaklıklar bünyesinde bırakılmış ve bazı dönemlerde bedelli sermaye artırımları yapılmıştır. Bu yaklaşım ile sektör net aktif değer büyüklüğü açısından önemli bir büyüme kaydetmiş ancak istenilen net aktif değer büyüklüğü sağlanamamıştır. Sektör üzerindeki vergisel yükümlülük de sektörün gelişimini olumsuz yönde etkilemiştir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları sektörü, yatırımcılar nezdinde temettü ile ilişkilendirilmiş bir sektör olarak algılanması ve sektör aleyhine olan vergisel düzenlemelerin iyileşmesi durumunda ileriki yıllarda büyüme sürecine girebilecektir.

Sektörün en büyük sorunu olan yüksek iskontoya, şirketlerin hisselerini geri alma ve minimum nakit temettü dağıtma gibi önlemler yararlı; MKYO yönetimlerine düşen görev de, yatırımcılara aldıkları kararlarla açık olarak temettü politikalarını ilan etmeleri

Tebliğ sonrasında MKYO sektöründe nasıl bir gelişme bekliyorsunuz? Tebliğin getirdiği düzenlemelerden sektörün gelişmesine katkısı olacağını düşündüğünüz en önemlileri hangileridir?

Tebliğ ile sektöre geniş kapsamlı ve çok amaçlı düzenlemeler getirilmesi hedeflenmiş. Birincisi, yönetsel etkinlik amacı ile portföy yönetim şirketlerine yönetim verilmesi, iç kontrol ve risk yönetimi gibi yenilikler getirilmiş; ikincisi, şeffaflığı artırmak üzere kamuyu bilgilendirme ve performans sunumuna ilişkin düzenlemeler getirilmiş; üçüncüsü, verimliliği arttırmak üzere minimum 20 milyon sermaye ile ölçek ekonomisi açısından bir sınır konulmuş ve yönetim ücreti ve diğer bazı hizmet giderleri fon büyüklüğünün yüzde 2'si ile sınırlandırılmış; dördüncüsü, sektörün en büyük sorunu olan yüksek iskontoya bir nebze çözüm olarak yüzde 20 nakit temettü dağıtma zorunluluğu getirilmiş.

Bunların sonucunda, minimum sermaye koşulunu dikkate alarak, sektörde önümüzdeki yıllarda belli bir konsolidasyon veya dönüşüm ile MKYO sayısının azalmasını bekleyebiliriz. Ancak söz konusu geçiş



Halim Çun
Genel Müdür
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.

süreci sonrasında sektörün daha sağlıklı ve verimli bir yapıya kavuşmasını beklemekteyiz.

Sektörün en büyük sorunlarından biri olan yüksek iskonto oranları için söz konusu Tebliğ bir çözüm getirmekte midir, bu konuda ne öneriyorsunuz?

Sektörün yatırımcılar açısından ilgi görmemesi ve gerilemesinin belli başlı birkaç nedeninden en önemlisi yüksek iskonto oranları: Bugün, net aktif değerleri yeni tebliğin öngördüğü üzere 20 milyon TL'nin üzerinde bulunan 9 büyük MKYO'nun ortalama iskonto oranı %44'tür. Bu, risk ve yatırım mantığı

ile izah edilemeyen bir durum!

ABD'de yılbaşında %4 olan MKYO'ların (CEF- closed end funds) iskonto oranlarının Ağustos ayındaki çalkantı ile %10'lara çıktığında çok sayıda yatırım uzmanı bunun ciddi bir alım fırsatı olarak değerlendirilmesi gerektiğini yazmaktadır. Oysa, bizde bu sanki bu sektör yok sayılmış gibi çıt çıkmıyor. Bu karşılaştırmayı biraz daha anlamlandırmak için, TKF örneğine de yakından bakabiliriz. Bilindiği gibi TKF, Morgan Stanley'in 1989 yılında Türkiye'ye yatırım yapmak için kurduğu bir yatırım ortaklığı. Bu fon, bugün 110 milyon dolar büyüklüğü ile %90'ın üzerinde Türkiye hisse senetleri pozisyonu ile azami %11.3 ile iskonto görmekte iken, neden Türkiye'nin en büyük ve iddialı kurumları tarafından yönetilen MKYO'ların iskonto oranları %58'lere kadar çıkabiliyor? Ayrıca, yine ABD'ye kote gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan 19 adet MKYO'nun mevcut iskonto oranları % 5-12 arasındadır. Bunu yıllardır anlamakta zorluk çekmekteyiz.

Getirilen, şirketlerin hisselerini geri alma ve minimum nakit temettü dağıtma gibi önlemler burada yararlı olabilir. Burada, MKYO yönetimlerine düşen görev de, yatırımcılara aldıkları

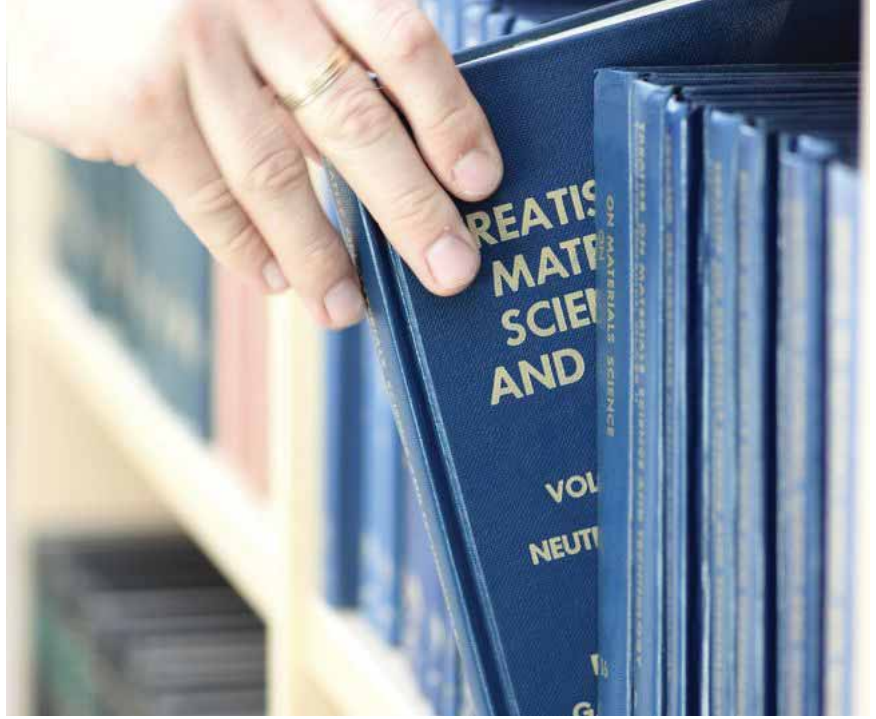
rı kararlarla açık olarak temettü politikalarını ilan etmeleri. Burada, üzerinde düşünülmesi gereken ek bir husus da, daha yaratıcı sermaye artırımını düzenlemeleri ile hem MKYO yöneticilerinin yönetilen fonların (nakit temettü dağıtımı ile) küçüleceği kaygılarına, hem de yatırımcıların bedelli sermaye artırımını ek yükümlülük altına girme korkularına bir çözüm bulunmalıdır. Ayrıca gelebilecek ek düzenlemeler ile burada, bedelli sermaye artırımlarının NAD'den daha düşük olmayan primli artışlar ile yapılması, küçük yatırımcıları gönüllü olarak sermaye artırımlarına katılabilecekleri bir ortam yaratabilecek ve en önemlisi ciddi bir avantaj olan yüksek iskonto oranının sulanmasını önleyebilecektir.

MKYO sektörünün kurumsal yatırımcılar içindeki yeri nedir? MKYO sektörü gerilemekte olan bir model midir, yoksa bu düzenlemeler ile bir atılım yapabilir mi?

Aslında, yatırım ortaklıkları bir anlamda kurumsal yatırımcıların ve fon sektörünün ilk modellerinden biridir. ABD'de 1940 Investment Act öncesi yaygın olan kurumsal yatırımcılar bugünkü MKYO'lara benzeyen "kapalı uçlu yatırım ortaklıklarıydı". Ancak bugün gelinen ürün çeşitlenmesi içinde 13 trilyon doları aşan ABD fon sektörüne göre orada da CEF'ler 243 milyar dolarlık büyüklükle sektörün %2'sine karşılık gelmektedir. Bugün, sanıyorum ilk aşamada hedef bu sektörü büyütmekten çok etkin, verimli ve gerçek anlamda yatırımcılarına hizmet eder hale getirmektir.

Sektörün yurtdışındaki örneklerine göre geri kalmasında hangi faktörler etkilidir?

İMKB'de işlem gören MKYO'nun sayısı beş yıl önce 31 idi ve toplam büyüklükleri 541 milyon TL idi. Bugün bu sayı 27'ye gerilemiş bulunmakta ve toplam büyüklük de yal-



Minimum sermaye koşulunu dikkate alarak, sektörde önümüzdeki yıllarda belli bir konsolidasyon veya dönüşüm ile MKYO sayısının azalmasını bekleyebiliriz. Ancak söz konusu geçiş süreci sonrasında sektörün daha sağlıklı ve verimli bir yapıya kavuşmasını beklemekteyiz.

nızca 685 milyon TL'ye ulaşmıştır. Sektörün en önemli sorunu olan yukarıda bahsi geçen yüksek iskonto oranlarını bir nedenden çok sonuç olarak görmek gerekir. İkinci önemli faktör, sektördeki kurucuların öz kaynakları küçültmek istememeleri nedeniyle nakit temettü dağıtmaktan çekinmeleri. Üçüncü neden, sık başvuru alan bedelli sermaye artırım-

ları ile yatırımcıların ek yatırıma zorlanması ve yüksek iskonto oranı avantajının her an sulandırılma riskinin bulunması. Dördüncüsü, halen devam etmekte olan stopaj uygulaması nedeni ile diğer kurumsal yatırımcılar gibi vergisel olarak hisse senetlerine karşı dezavantajlı olması. Beşincisi, düşük sermaye ve kapitalizasyonlar nedeniyle sektördeki hisse senetlerinin spekülasyon ataklarına sıkça maruz kalması nedeniyle küçük yatırımcıların, gerçek anlamda uzun vadeli yatırım aracı olan MKYO'lardan çekinerek uzak durması.

Özet olarak, yeni Tebliğin tüm bu sorunlara kısa sürede çözüm getirmese de, doğru saptamalardan yola çıkarak yatırımcılar ve sektör lehine doğru önlemler getirdiğini söyleyebiliriz.

SPK, sektörün görüşlerini de dikkate alarak, bazı maddelerdeki sıkıntıları gidermek için belli bir geçiş süreleri tanımıştır. Dolayısıyla, tarafların işbirliği içinde biz bu sürecin hem MKYO'lar, hem de söz konusu kurumların yatırımcıları açısından son derece yararlı olacağını düşünüyoruz.



FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 4. ÇEYREK / 2011

YILIN SON ÇEYREĞİNDE GÖZLER AVRUPA'DA

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği "Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi"ne göre yılın son çeyreğinde, piyasalardaki seyri Avrupa'daki sorunlu ekonomilerin durumu belirleyecek.

Yıl sonuna doğru yatırım aracı seçiminde ibre, hisse senedi ve uzun vadeli tabvile doğru dönmüş görünüyor. Ekonomide ise cari açık ve büyüme verileri takip edilecek.

Piyasaların yönünü Avrupa'daki sorunlu ekonomilerin durumu belirler

Q4 piyasalarda belirleyici olacak etken	%
Emtia piyasalarındaki volatilité	-
Ekonomik durgunluk belirtileri	17
Avrupa'daki sorunlu ekonomilerin durumu	88
FED politikaları	-
TCMB para politikası kararları	-
Ortadoğu'daki gelişmeler	-
Diğer	-

Kolektif yatırım araçları piyasasının yaklaşık yüzde 90'ını temsil eden Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin katılımıyla gerçekleştirilen "Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi", dördüncü çeyrekte Avrupa'daki sorunlu ekonomilerin durumunun piyasaların yönünde en fazla belirleyici etken olacağını gösterdi. 24 fon yöneticisinin katıldığı ankette, katılımcıların %88'i Avrupa'daki gelişmeleri takip edeceğini belirtti.

2012'de en iyi performansı geliştirmekte olan ülke piyasaları gösterecek

2012'de hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?	%
ABD	4
Avrupa	8
Asya	-
Gelişmekte olan piyasalar	79
BRIC ülkeleri	8
Latin Amerika	-
Diğer	-

Gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde yaşanan sorunlar ilgiyi her geçen gün geliştirmekte olan piyasalara yöneltirken, ankete katılan fon yöneticileri de, önümüzdeki yıl piyasalarında en başarılı performans beklendikleri bölgenin geliştirmekte olan ülkeler olduğunu belirttiler. Az sayıda katılımcıdan da Avrupa ve BRIC ülkeleri cevapları geldi.

Son çeyrekte ibre hisse senedi ve tahvilden yana

Q4 Yatırım aracı hangisi olur?	%
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	21
Hisse senedi	33
Altın	17
Uzun vadeli tahvil	29
Döviz	13
Emtia	-
Diğer	-

Ankete katılan fon yöneticilerinin yatırım tercihlerinde bir yatırım aracı belirgin olarak ön plana çıkmazken, hisse senedi ve uzun vadeli tahvil diğer yatırım araçlarına üstünlük sağladı. Onlar kısa vadeli hazine bonosu/repo, altın ve döviz izledi.

Cari açık ve büyüme verileri izlenecek

Q4 en çok hangi ekonomik veri takip edilecek?	%
Enflasyon	13
Büyüme	38
Cari açık	58
Dış ticaret	-
Bütçe açığı	-
Petrol fiyatları	-
Diğer	-

Ekonomide cari açık rakamı yılın son döneminde de yakından izlenecek. Anket, son çeyrekte fon yöneticilerinin dikkatini cari açığın yanı sıra büyüme verilerine de yönlendireceğini gösterdi.

YATIRIM ARAÇLARI 2011 YIL SONU BEKLENTİLERİ

Gösterge bono faizi

Gösterge faiz	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK %
	8,17	7,50	9,10
Önceki tahmin	9,14	8,50	10,50

TCMB politika faiz oranı

Faiz Oranı	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK %
	5,72	5,25	6,50
Önceki tahmin	6,80	6,25	8,00

İMKB-100 endeksi

İMKB - 100	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
	60,688	45,000	70,000
Önceki tahmin	66,589	55,000	75,000

Euro/TL kuru

Euro/TL	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
	2,42	2,25	2,70
Önceki tahmin	2,29	2,20	2,40

ABD Doları/TL kuru

Dolar / TL	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
	1,79	1,70	2,00
Önceki tahmin	1,58	1,50	1,75

Döviz Sepeti

%50\$+%50 Euro	ORTALAMA	EN DÜŞÜK	EN YÜKSEK
	2,10	1,98	2,35

4. Çeyrekte Bazı Yatırım Araçlarının Yönü

Brent Petrol

	%
Yükselir	25
Düşer	42
Değişmez	33

Altın

	%
Yükselir	63
Düşer	13
Değişmez	25

4. çeyrekte altın ve tahvil-bono fonları tavsiye edilecek

Beklenen ankette, fon yöneticilerine 4. çeyrekte hangi fon tip ve türlerini tavsiye edecekleri soruldu. Gelen cevaplar B tipi altın ve tahvil-bono fonlarına işaret etti. Bu iki türü B tipi değişken, A tip hisse ve A tipi korumalı fonlar takip etti.

Borsada yine bankacılık sektörü öne çıktı

Fon yöneticilerinin yılbaşından bu yana borsadaki tercihleri fazla değişmedi. Son çeyrekte yine bankacılık en gözde sektör olarak belirtilirken, onu gayrimenkul, perakende ve enerji sektörleri izledi.

Anket katılımcılarının kurumları:

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

10 ekonomist 2012 Türkiye ekonomisini değerlendirdi

Hakan Aklar
Ak Yatırım



2012 yılında büyüme en önemli konu olacaktır. Türkiye'nin büyümesi temelde ticaret yaptığı ülkelerdeki büyüme oranları ve Türkiye'deki kredi büyümesi ile belirlenmektedir. GSYİH büyümesinin 2012 yılında %4 gerçekleşmesini bekliyoruz.

Cari açık ise büyümedeki düşüşe paralel olarak gerilemekle birlikte, yüksek seviyede kalacaktır. Petrol fiyatlarını 95 dolar varsaydığımız ve kurda %5 reel değerlendirme öngördüğümüzde, 2012 yılında cari açığın 55 milyar dolar (GSYİH'nin %6,7'si) düzeyinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Bütçe açığının kontrol altında olması ve gerileyen iç borç milli gelir oranı, 2012 yılında Türkiye'yi ön plana çıkarmaya devam edecektir. 2012 yılında bütçe açığının GSYİH oranının %1,9 seviyelerinde olmasını bekliyoruz.

Ekonomistlere göre, 2012'de dış piyasalardaki daralmaya da bağlı olarak büyüme yavaşlayacak, bu da cari açık rakamında iyileşme sağlayacak. Kredi notu artan Türkiye, mali disiplini ve yapısal önlemleri sürdürürse az basar alır, cazibesini de kaybetmez...

EKONOMİSTLERİN BAŞLICA GÖSTERGELERE İLİŞKİN 2012 TAHMİNLERİ

	GSYH Büyüme%	\$/TL*	Euro/TL*	ÜFE**	TÜFE**	Cari Denge Milyar \$
Hakan Aklar / Ak Yatırım	4	1,744	2,4	6	7	-55
Levent Alkan / Deniz Portföy	3	2,01	2,82	8	5	-70
Haluk Bürümçekci / EFG İstanbul	2,5	1,757	2,46	7	5,8	-61
İnan Demir / Finansbank	3,1	1,7866	2,4139	6,5	5,8	-59,8
Ali İhsan Gelberi / Garanti Bankası	3,7	1,75	2,42		6,5	-62
Dr. Murat Ülgen / HSBC	3	1,65	2,34	7,7	7	-53,8
Şengül Dağdeviren / ING Bank	3	1,73	2,48	6	6	-58
Serhat Gürleyen / İş Yatırım	2,5	1,739	2,366		7	-55
Mehmet Besimoğlu / Oyak Yatırım	-2	1,93	2,7	8	8	-55
Ozan Gökler / Yapı Kredi Portföy	5	1,635	2,338	8	6,3	-57
ORTALAMA	2,78	1,77	2,47	7,15	6,44	-58,7

* Ortalama_ **Yılsonu

Ahmet Levent Alkan
Denizbank



Küresel ölçekteki derin sarsıntılar uzun dönem VIX endeksi ortalaması olarak bilinen 25 seviyesinin üzerine birden taşıdı. En büyük olumsuzluk, ülke borçları eksenindeki spekülasyonlardan besleniyor. Küresel ekonominin 4 köşeleri olan; Japonya ve Asya kaplanları, ABD, Euro bölgesi, BRIC grupları içinde en derin kaygılar yaşayan Euro bölgesidir. Yunanistan'ın temerrüde düşmesi olasılığının dışlanamadığı bir ortamda siyasi çok seslilik karar alabilmeyi zorlaştırıyor. Siyasi belirsizlik sadece Avrupa bölgesi ekonomilerinin değil, ABD, Japonya'nın da piyasa tansiyonunu olumsuz etkiliyor. Avrupa yapısal reformları uygulamaya almakta geç kalmışlığın acısını derinden yaşıyor. BRIC ülkelerinin rolü bu krizde belirginleşti. Eskinin kurtarılan ülkeleri şimdi, kurtarmasından medet umulan uluslar oldu.

Bizdeki tabloda FDF ve dış borç büyüklüğümüz sağlam durumumuz oluşturuyor. FDF dezenflasyonu destekliyor, bankacılık sistemin güçlü sermaye konumu da bunu destekliyor. Enflasyon tahminleri sıkılaştırmalara gereksinim duyuyor olsa da esas tehlike durgunlukta yatıyor. Ekonomi yavaşlama olasılığı öne çıkıyor. TL cinsinden not artışı kısa vadeli fon akışını bize doğru hızlandırabilir. Her ne olursa olsun, Türkiye'deki gelişme ve yüksek potansiyel küresel serbest sermayenin ilgisini çekmeyi sürdüreceği gibi görünüyor.

İnan Demir
Finansbank



2012 Türkiye için makroekonomik göstergelerinin yönünün küresel gelişmeler tarafından dikte edildiği bir yıl olacak. 2010 ve 2011'de kaydedilen hızlı büyüme oranlarının ardından dünya ekonomisinde giderek belirginleşen yavaşlama sinyallerine bağlı olarak Türkiye'de de büyüme oranının 2012'de %3'lere doğru gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Büyümedeki bu ivme kaybının önemli ve olumlu sonucu ise dış dengedeki bozulmanın kontrol altına alınması olacak. 2011 yılı içinde GSYH'nin %10'unu geçeceğinden endişe edilen cari açığın 2012 sonunda GSYH'nin %7.5 - 8'i aralığına gerileyeceğini ve dış dengedeki bu trend değişikliğinin TL'ye destek vereceğini düşünüyoruz. Bu tahminler için en önemli risk faktörü ise dünya ekonomisindeki yavaşlamanın tahminimizden daha sert olması ve özellikle Avrupa borç krizi sorununun Lehman Brothers benzeri bir şok yaratması olacaktır. Böyle bir senaryo altında Türkiye'de büyümenin çok daha yavaş olması, buna karşılık cari dengedeki düzeltilmenin ise daha belirgin olması beklenebilir.

Haluk Bürümcekçi
EFG İstanbul Securities



Küresel ekonomik görünümde son dönemde gözlenen hızlı kötüleşme eğiliminin, küresel üretim zincirlerine ve küresel finansal sisteme entegrasyonu iyice artmış olan Türkiye ekonomisine olumsuz yansımalarının olacağı açıktır, ancak bunun ne ölçüde gerçekleşeceği kritik önem taşımaktadır. Küresel ekonomik görünüme ilişkin belirsizliklerin bu aşamada son derece yüksek olması nedeni ile ekonomik ve finansal büyüklüklerin önümüzdeki dönemde alabileceği değerlere senaryo yaklaşımı ile ulaşmak daha uygun görünmektedir. Bu amaçla, "yumuşak iniş" ve "hafif resesyon" senaryolarını geliştirdik. Her iki senaryoda da, 2011 büyüme hızı mevcut eğilime göre fazla gerilemezken, en önemli etki 2012 büyüme hızında görülür. Yumuşak iniş senaryosunda bile GDP yıllık değişimi % 2.5 ile Türkiye ekonomisinin potansiyel büyüme hızı olarak kabul edilen % 4.5-5.0 aralığının altında kalmaktadır. Buna karşılık, şu anda çizmekte olduğumuz en kötü senaryoda dahi, Türkiye ekonomisinde çeyrekler bazında daralmalar görülse bile yıllık büyümenin 2012 yılında negatif bölgeye geçmesini yani daralma göstermesini beklemiyoruz. Bu düşüncemizin arkasında hem teknik hem de temel nedenler bulunmaktadır. Teknik neden, negatif şoklar nedeniyle derinleşen yavaşlamanın bu yılın ikinci yarısında etkisini göstermeye başlaması ve bu durumun büyüme hızındaki yavaşlama sürecini iki yıla yatacak olmasıdır. Temel nedenler ise, Türkiye'nin borçluluk göstergelerinin gerek göreceli gerekse mutlak olarak verdiği rahatlık ve bankacılık sisteminin sağlamlığı gibi ana unsurların yanı sıra, gerekli olması durumunda Merkez Bankası'nın para politikasının ve maliye politikasının döngü karşıtı kullanabilme imkanı vermesidir.

Ali İhsan Gelberli
Garanti Bankası

2012 yılı dünyada büyüme kaygılarının arttığı bir yıl olacak. Birçok ülkenin resesyona girme ihtimali her geçen gün ve açıklanan her veride artıyor. Özellikle gelişmiş ülkelerin ekonomik daralmaya doğru gitmesi, yoğun para politikaları kullanılarak üstü örtülmüş olan bankacılık ve borç problemini yeniden su yüzüne çıkarıyor. Şu anda gündemde olan soru dünya ekonomisinin 2008 yılı benzeri sert bir daralmaya mı, yoksa uzun süreli bir durgunluğa mı gireceği. 2008 yılında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ekonomik daralmaya birlikte gidilmişti.

Ancak bu sefer gözükken bazı ülkelerin bu olumsuz ortamdan pozitif yönde ayrışabileceği yönünde. Bu durumda pozitif olarak ayrışacak veya olumsuzluklardan en az etkilenecek olan ülkeler, borç stoku düşük, bankacılık sistemi sağlam ve zor durumdaki ülke ve bankalara riski sınırlı ülkeler olacaktır. Türkiye, mali disiplini devam ettirip, cari açığı azaltıcı yönde hem kısa vadeli, hem de yapısal önlemler almaya devam ederse, gelişmiş ülkelerdeki krizden göreceli olarak daha az hasarla çıkma ihtimali yüksektir.

Şengül Dağdeviren
ING Bank

Büyümenin kırılganlığı ön planda, belirsizliklerin yüksek olması da piyasalardaki dalga boyunu yüksek tutuyor. Kurum olarak ikinci dip vurgusunu baz senaryomuzda girecek yüksek bir olasılık olarak görmesek de, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere dair büyüme beklentilerimizi son ayda genel olarak aşağı yönde revize ettik. 2013 yılına kadar FED'in faiz artırımını yapmayacağı daha önce beklentilere yansımıştı. Ancak son dönemde ona Avrupa Merkez Bankası ve İngiltere Merkez Bankası da eklendi. Bu ortamda Kasım ayında FED'in yeni bir parasal genişlemeye gitme olasılığının güçlü olduğu da dikkate alındığında, 2013 yılına kadar Türkiye'de de bir faiz artırımına ihtiyaç duyulması olasılığı zayıfladı. Kısa vadede gördüğümüz enflasyon artışı bu bağlamda biraz sıkıntı yaratabilecek gibi görünse de, enflasyonun hedef belirsizlik aralığında kalmaya devam ettiği bir ortamda mevcut para politikasının kredibilitesinin güçlü kalması mevcut koşullarda olası görünüyor. Risk primi ve Türkiye'nin büyümedeki dalgalanmaları kontrol altında tutabilmesi için ise Ekim ayında açıklanan Orta Vadeli Program'da (OVP) maliye politikalarında makul bir sıkılaştırma sunulması olumlu ancak göreceli yüksek büyüme hedefleri finansman açısından kırılganlık içeriyor. S&P'nin ülkenin yerel para cinsinden uzun vadeli kredi notunu alt yatırım kategorisine (BBB-) çıkarması ve pozitif görünümü döviz cinsinden kredi notu için tutmaya devam etmesinin ardından, bundan sonra gelebilecek olumlu açıklamalarda cari açıda makul bir düşüş görülmesi beklenebilir.

Serhat Gürleyen
İş Yatırım

Avrupa'da yaşanan borç krizi ve küresel risk iştahındaki bozulmaya paralel Türkiye ekonomisinde 2012 yılında sert ancak intizamli bir düzeltme öngörüyoruz. İhracatımızın yarısını yaptığımız, doğrudan sermaye girişinin ve banka sendikasyonlarının yaklaşık üçte ikisini oluşturan Avrupa ekonomilerindeki sert yavaşlamanın Türkiye'nin büyümesini %2.5 düzeyine indirmesini bekliyoruz. İç talepteki yavaşlama, Türk lirasındaki değer kaybı ve emtia fiyatlarındaki gerileme nedeniyle cari açığın milli gelirin %5'ine gerilemesini bekliyoruz. Ekonomideki yavaşlamaya rağmen enflasyonunun Merkez Bankası'nın hedefinin çok üzerinde %7 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Türk lirasındaki değer kaybının gecikmeli etkisi ve fiyatlama davranışlarındaki katılımlar enflasyonu kısa vadede yüksek tutmaya devam edecek.

Ekonomide yaşanan göreceli olarak sert düzelmeye rağmen Türk lirasının değer kazanmasını bekliyoruz. 0.5 dolar ve 0.5 avrodan oluşan döviz sepetinin Türk lirasına karşı mevcut 2.12 seviyesinden 2.02 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

Mehmet Besimoğlu
Oyak Yatırım



Türkiye'nin sermaye akımları ve iç tüketime dayalı büyüme yapısının sürdürülebilirliği ile ilgili soru işaretlerimiz bulunmaktadır. Özellikle 2002 sonrasındaki dönemde ihracatın büyümeye katkısının giderek azaldığını; iç tüketimin ise büyümenin en önemli katkı sağlayıcısı olduğunu görmekteyiz. Bu yapı durmaksızın artan bir dış ticaret açığına sebep olmaktadır. Özellikle sermaye akımlarındaki geri çekilme ve harcamalardaki azalma ile birlikte GSYH'de küçülme kaçınılmaz olacaktır. Rekor düzeydeki Cari Açık/GSYH oranı nedeniyle büyümenin sürdürülebilirliğine yönelik kaygılarımızı korurken, küresel görünümdeki kötüleşmenin durumu daha zor hale getireceğini düşünüyoruz.

Bu bağlamda, ciddi yapısal problemlerin yanı sıra küresel ekonomik görünümün yaratacağı baskı ile uyum sağlama süreci daha az ithalat, daha az tüketim ve daha düşük bir GSYH anlamına gelecektir. Bu nedenle, 2012 için GSYH beklentimiz %2 daralma düzeyindedir.

Ozan Gökler
Yapı Kredi Portföy Yönetimi



Türkiye'nin yerli para birimi cinsinden kredi notunun artırılmasının ardından, 2012 yılı içinde yabancı para birimi kredi notunun da yatırım yapılabilir seviyeye gelmesini bekliyoruz. Bu senaryoda Türkiye'ye yabancı ilgisi artacaktır. Şu anda cari açık ekonomik göstergeler içinde en zayıf halka olarak duruyor. Gerek büyümede izlenecek göreceli yavaşlama, gerekse emtia fiyatlarında düşüş beklentisi cari açığın da daha kontrol edilebilir bir seviyeye gelmesine yol açacak.

Türkiye'nin borç stoku ve bütçe açığı rakamları olumlu seyrettiği bir ortamda, cari açığın da daha makul bir seviyeye inmesi kredi derecelendirme kuruluşlarını ikna edecektir diye düşünüyoruz. Enflasyon tarafına baktığımızda ise doğalgaz ve elektriğe yapılması planlanan zamları dikkate almak gerekli. Bu zamlar büyük olasılıkla Ekim ayı içinde gündeme gelecek. Elektrik fiyatlarında %8, doğalgaz fiyatlarında ise %20'lik bir zam gündeme gelebilir. Bu zamların endeks değişimine toplam etkisinin 0,7 puan seviyesinde olacağını düşünüyoruz. Şimdilik bu zamların enflasyon beklentilerinde 2012'yi de içine alacak şekilde bir beklenti değişikliğine sebep olacağını düşünmüyoruz.

Dr. Murat Ülgen
HSBC



Merkez Bankası'nın para politikası Türkiye'yi Avrupa kaynaklı bir krize karşı korumaya yönelik.

Önümüzdeki günlerde küresel ekonomik aktivite ivme kaybetmeye devam ederse, TCMB'nin aldığı önlemler ekonominin kırılganlığını önemli ölçüde azaltabilir. Hükümet de bu sürece paralel olarak yapısal reformlarla cari açık sorununun üzerine eğilirse, Türkiye'nin orta vadeli görünümü pozitif olmaya devam edecektir. Kısa vadeye yönelik beklentilerimiz ise şu şekilde: Yurtdışı kaynaklı belirsizlikler, risk iştahındaki ani bozulmalar ve Merkez Bankası'nın düşük faiz politikası TL için aşağı yönlü risk teşkil etmeye devam ediyor. Faiz tarafında ise Merkez Bankası'nın politika faizini düşük tutacağı beklentisinin belirleyici olacağını düşünüyoruz.

TL'deki değer kaybı önümüzdeki aylarda da devam ederse, bu tüketici fiyatları üzerine yukarı yönlü bir risk unsuru olabilir, dolayısıyla 2012 yılında tüketici enflasyonunun Merkez Bankası'nın hedefi %5'in üzerinde seyretmesi muhtemel. 2012 yılında büyümenin %3'ler civarında olacağını tahmin ediyoruz.



Yükselen Piyasa Ekonomileri Arasında Türkiye Dikkat Çekiyor!

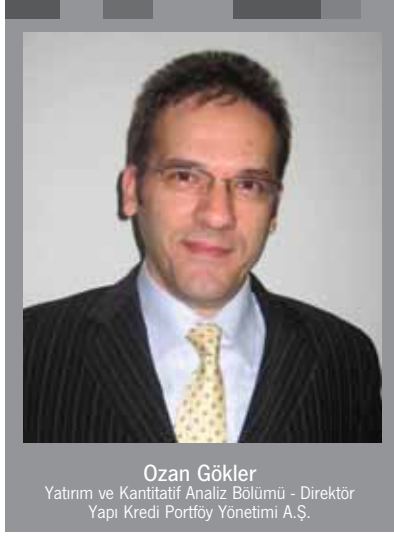
Küresel piyasaların içinde bulunduğu durum dikkate alındığında, 2012 yılı için stratejiler geliştiren ekonomistler ve fon yöneticilerinin en fazla odaklanacağı piyasaların yükselen piyasa ekonomileri olduğu bir gerçek. Avrupa bölgesindeki borç ve bütçe açığı sorunlarından bahsetmeye zaten gerek yok. Avrupa'daki çok başlı yapı, ekonomik anlamda doğru ve verimli kararlar almayı zorlaştırıyor. ABD ekonomi yönetimi ise, daha hızlı hareket etmesine ve pek çok tedbir alabilmiş olmasına rağmen, istihdamda arzu edilen artışlar sağlanabilmiş değil. Bu iki gelişmiş bölge piyasasında beklentilerin çok da parlak olmadığı bir ortamda ilginin yükselen piyasalara yönleneceğini söylemek çok yanlış olmaz. Ancak yatırımcıların burada

da seçici olacaklarını dikkate almak gerekli.

Türkiye'yi incelediğimizde ise çok ciddi avantajlara sahip olduğunu görüyoruz. Türkiye öncelikle coğrafi ve siyasi anlamda çok iyi bir konuma sahip. Şu anda ihracatının %46'lık kısmını AB ile yapan Türkiye, Avrupa tarafında krizin derinleşmesi durumunda, daha yakında bulunan Ortadoğu ve Kuzey Afrika pazarlarını daha etkin şekilde kullanabilecek bir konumda bulunuyor. Zengin doğal kaynaklara sahip Ortadoğu bölgesinde siyasi problemlerin çözülmesi ve piyasa ekonomisinin yerleşmesiyle Türkiye bu bölgelerde ciddi yatırımlar yapabilir ve bu bölge ile ticaretini artırabilir. Ayrıca müteahhlik gibi hizmet alanlarında Türk firmaları sahip oldukları tecrübe ile ön plana çı-

kabilir. Son dönemde Türkiye'nin bölgede artan prestiji de dikkate alındığında, bu senaryonun gerçekleşme olasılığı da artıyor. Kuzey Afrika, Ortadoğu ve Kafkasya'yı kapsayan bölge yaklaşık 382 milyon nüfusa ve 2,3 trilyon dolarlık GSYİH'ya sahip. Türkiye ihracatının şimdilik sadece %26'sını bu bölgelere yapıyor. Ancak geçmişte baktığımızda bu rakam 2000 yılında %13 seviyesindeydi. Benzeri şekilde AB'nin payı da %56'dan günümüzde %46'lara kadar gerilemiş durumda. Bir başka deyişle, Kuzey Afrika ve Ortadoğu Bölgesi'nin Türkiye için önemi zaten giderek artıyor.

Kuzey Afrika ve Ortadoğu Bölgesi'nde şu anda kanıtlanmış 800 milyar varile yakın petrol rezervi var. Dünyanın günlük tüketiminin 85 milyon varil civarında olduğu dikkate



Ozan Gökler
Yatırım ve Kantitatif Analiz Bölümü - Direktör
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

alındığında tüm dünyaya yaklaşık 30 yıl yetebilecek bir rezerv söz konusu. Ancak bunlara ek olarak, yaklaşık 250 milyar varillik yeni rezervlerin de bu bölgede olduğuna inanılıyor. Bir başka deyişle, mevcut zenginliğin neredeyse 1/3'ü kadar daha büyük bir kaynağın hayata geçirilmesi mümkün olacak. Özellikle Irak'ta olduğu düşünülen 50 milyar varillik yeni rezervler çok dikkat çekici.

Bu fırsatlar dikkate alındığında, Türkiye hem doğrudan yatırımlar hem de portföy yatırımları açısından bir cazibe merkezi olabilir. Döviz sepeti bazında bakıldığında TL yılbaşına göre %15 değer kaybetmiş durumda. Söz konusu değer kaybı diğer yükselen piyasa para birimleri ile karşılaştırıldığında oldukça fazla. Sadece Güney Afrika para birimi Rand'ın, özellikle son haftalarda ciddi bir değer kaybına uğrayarak, yılbaşına göre %16 değer kaybettiği izleniyor. Bu durumun da en önemli nedeni altın ve emtia fiyatlarında düşüş beklentisi. Bu yönüyle değerlendirildiğinde Güney Afrika için olumsuz olan bu gelişme net emtia ithalatçısı olan Türkiye açısından olumlu bir gelişme olarak algılanabilir.

Özellikle gelişmiş ülke piyasalarının içinde bulunduğu kriz ortamı dikkate alındığında, yatırımcıların iç talebi

yüksek, dünyanın gelişen ve büyüyen bölgelerine mal ve hizmet ihracatı yapabilme potansiyeline sahip, para biriminin de aşırı değer kayıplarına uğramayacağını düşündükleri, borç stoku ve bütçe açığının makul seviyelerde olduğu pazarlara yatırım yapmayı tercih edecekleri söylenebilir. Bu yönüyle bakıldığında, Türkiye'nin yılın ilk yarısında özellikle yurtiçi nihai tüketim harcamalarında sağladığı %10,8'lik büyüme oranı dikkat çekici nitelikte. Aynı oran Brezilya için %5,5 seviyesinde bulunuyor. Orta Doğu ve Kuzey Afrika pazarları ile ilgili olarak Türkiye'nin avantajlarına zaten dikkat çekmiştik. Kamu maliyesi tarafından bakınca Türkiye %48'lik kamu borcu/GSYİH ve %3'lük bütçe açığı/GSYİH oranları ile pek çok ülkeye göre çok daha güvenilir durumda. Tüm bu faktörlerin içinde soru işareti yaratan tek nokta, TL'nin daha fazla değer kaybına uğrayıp uğramayacağı. Mevcut durumda GSYİH'nin %9'una kadar ulaşan cari açık en büyük endişe kaynağı. Bu sorunun kısa vadede çözülmesi zor. Ancak finansmanın kalitesi anlamında ilerleme sağlandığını söylemek gerekli. Borçlanma yaratmayan finansman kalemleri olan doğrudan yatırımlar, hisse senedi alımları ve net hata ve noksan kalemleri toplam cari açığın %38'ini karşılayabiliyor. Bu rakam 2010 yılı sonunda %30lar civarındaydı. Ayrıca emtia fiyatlarında düşüş beklentisi Türkiye'nin dış ticaret dengelerinde belirgin bir iyileşmeyi gündeme getirebilir. Sonuç olarak 2012 yılında cari açık / GSYİH oranı %6,5lerin altına inmeyecekse, göreceli olarak bir iyileşme yaşanacağını da söylemek gerekli.

Son olarak S&P'nin Türkiye'nin yerel para birimi cinsinden kredi notunu yatırım yapılabilir seviyeye çıkarmasından bahsetmek gerekir. Aslında yabancı yatırımcıların baktığı asıl önemli gösterge tabii ki uzun vadeli yabancı para birimi notu. Ancak yerel para birimi notunun da önemsiz

olduğu söylenemez. Brezilya, Rusya, Hindistan ve Meksika gibi benzer ülke tecrübelerine bakıldığında, yerel para birimi notu ile yabancı para birimi notunun Rusya dışında hep aynı gün yatırım yapılabilir seviyeye geldiği görülüyor. Rusya'da ise yerel para birimi cinsi notun artırılmasından yaklaşık bir yıl sonra yabancı para birimi notu da artırılmış. Bu yönüyle baktığımızda, Türkiye'nin yabancı para birimi cinsi notunun da en geç önümüzdeki bir yıllık dönemde yatırım yapılabilir seviyeye gelmesi olası. Bu durum doğal olarak yabancı fonların Türkiye'ye olan ilgisini daha da artıracak bir gelişme. Mevcut durumda cari açığın yüksekliği yabancı para cinsi notun artırılmasını engelliyor. Ancak yukarıda çizmeye çalıştığımız senaryoda cari açık için olumlu gelişmeler görüleceğiz.

Özellikle gelişmiş ülke piyasalarının içinde bulunduğu kriz ortamı dikkate alındığında, yatırımcıların iç talebi yüksek, dünyanın gelişen ve büyüyen bölgelerine mal ve hizmet ihracatı yapabilme potansiyeline sahip, para biriminin de aşırı değer kayıplarına uğramayacağını düşündükleri, borç stoku ve bütçe açığının makul seviyelerde olduğu pazarlara yatırım yapmayı tercih edecekleri söylenebilir.



VOB'DA KURUMSAL YATIRIMCILAR

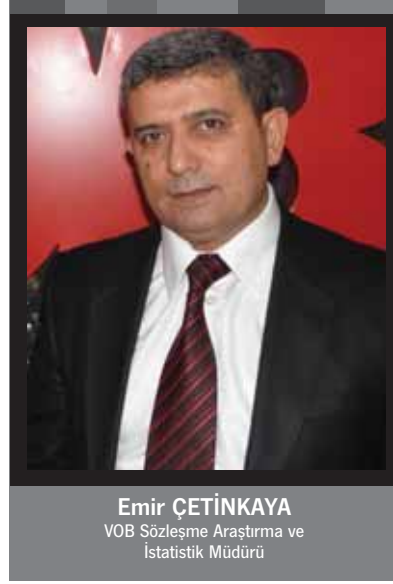
Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın (VOB) işleme başladığı 2005 yılından bu yana hızlı gelişiminde kurumsal yatırımcılar önemli paya sahip. VOB, bu yıl işleme açılan Baz Yük Elektrik ve Fiziki Teslimatlı Canlı Hayvan vadeli işlem sözleşmeleri ile ürün sayısını 15'e yükseltirken, yatırım fonları da piyasadaki etkinliklerini arttırmaktadırlar. Kurumsal yatırımcıların artan rolü, faaliyetleri ve beklentileri ortaya koymak üzere hazırlanan bu dosyada, VOB'un kuruluşundan bu yana gelişimini ve kurumsal yatırımcıların piyasadaki yerini, VOB uzmanları Kurumsal Yatırımcı için kaleme aldılar. Dosyamızda ayrıca, İş Portföy yatırım fonlarının VOB'daki faaliyetlerini değerlendirirken, Oyak Yatırım en yeni ürünlerden 'Baz Yük Elektrik Vadeli İşlem Sözleşmesi'ni tüm yönleriyle anlatıyor.

Kurumsal Yatırımcının VOB'un Gelişimindeki Rolü

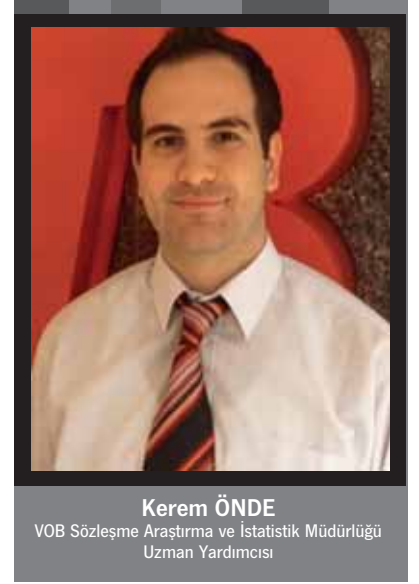
İzmir'de 4 Şubat 2005'te faaliyete başlayan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB), ekonomide istikrarın oluşmasında önemli bir kurum haline gelmiştir. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ekonomide belirsizlikleri en düşük seviyeye indirerek risk yönetimi sağlamaktadır.

Borsamızın kuruluşuyla ilk olarak İMKB-30, TLDolar, TLEuro, Buğday ve Pamuk vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmış, daha sonra İMKB-100, Altın ve G-DİBS vadeli işlem sözleşmeleri ile Borsamızdaki ürün çeşitliliği artırmıştır. 2009 yılında özellikle risk yönetimi amacıyla işlem yapan yatırımcılarımız için Fiziki Teslimatlı Dolar ve Fiziki Teslimatlı Euro sözleşmeleri işleme açılmış, 2010 yılında Euro/Dolar Çapraz Kuru, Dolar/ons Altın ve İMKB 30-İMKB 100 Endeksi Farkı, 2011 yılında Baz Yük Elektrik ve Fiziki Teslimatlı Canlı Hayvan vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmıştır. Böylece Borsamızda işlem gören ürün sayısı 15'e yükselmiştir.

Faaliyete başladığı 2005 yılında yıllık işlem hacmi 3 milyar TL olan VOB'un 2007 yılı işlem hacmi 118 milyar TL'ye, 2010 yılında ise 431 milyar TL'ye ulaşmıştır. Borsamızın yakaladığı bu başarı yurtiçi ile sınırlı kalmamış, VOB dünya türev ürün borsaları arasındaki yerini her geçen yıl daha yükseltilere taşımıştır. İşlem adedi sıralamasında, dünyadaki türev ürün borsaları arasında 2006 yılında 46. sıradaki borsamız, 2010 yılında 25. sıraya yükselmiştir.¹



Emir ÇETİNKAYA
VOB Sözleşme Araştırma ve İstatistik Müdürü



Kerem ÖNDE
VOB Sözleşme Araştırma ve İstatistik Müdürlüğü Uzman Yardımcısı

2011 yılının ilk sekiz ayında, Borsamızın geçen yıla göre TL bazında toplam işlem hacmi 2010 yılının ilk sekiz ayına kıyasla %5 oranında artmıştır.

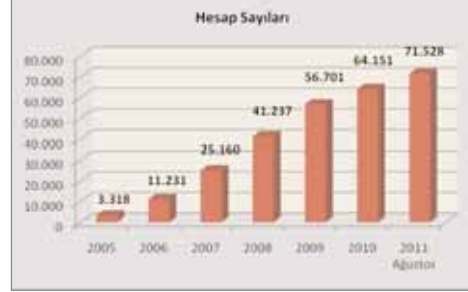
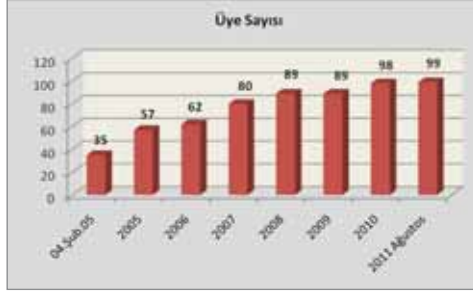
Özellikle döviz sözleşmelerinde çok önemli bir hareketlilik görülmüştür. Borsamızda işlem gören döviz sözleşmelerindeki işlem hacmi ilk sekiz ay içinde geçen yılın ilk sekiz ayına göre %187 artmıştır. İşlem hacminde yaşanan bu önemli artışta Borsamızın finansal piyasaların ihtiyaçlarına cevap verecek nitelikte ürünler geliştirmesi ve Türkiye finansal piyasaları için yeni bir tecrübe olan türev ürünlerin organize borsa güveniyle yatırımcılara sunulmasının etkisi büyük olmuştur.



Grafiklerden de görüldüğü gibi 2011 yılı Ocak-Ağustos döneminde toplam işlem hacmimiz, 2010 yılındaki toplam işlem hacmimizin %69'una ulaşmıştır. Yine 2011 yılı Ocak-Ağustos döneminde endeks sözleşmelerindeki işlem hacmi, 2010 yılındaki endeks sözleşmeleri işlem hacminin

%66'sına ulaşırken döviz sözleşmelerinde 2010 yılının son çeyreğinde getirilen BSMV istisnası ve kurumsal yatırımcılar için stopaj muafiyeti ile 2011 yılı Ocak-Ağustos döneminde döviz sözleşmelerinin işlem hacmi, 2010 yılındaki döviz sözleşmelerinin işlem hacminin %169'una ulaşmıştır.

¹ FİA Verileri

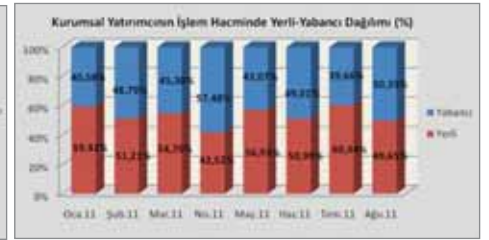
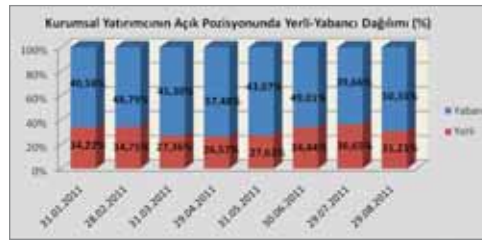


2005 yılında 35 olan üye sayımız 2011 yılı Ağustos sonu itibarıyla 99'a ulaşmıştır. Borsamızda açılan hesap sayısı ise 2005 yılında 3.318 iken 2011 yılı Ağustos sonu itibarıyla 2005 yılına göre yaklaşık 22 kat artışla 71.528 olmuştur. Hesap sayısının %3'ü ise kurumsal hesaplardan oluşmaktadır.

Kurumsal Yatırımcıların VOB'daki Yeri

Bilindiği gibi Borsamızda hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar işlem yapabilmektedirler. Günlük işlem yapan bireysel yatırımcılar dışında Borsamızın derinliğinin ve likiditesinin artmasında önemli katkıda bulunan

kurumsal yatırımcılar özellikle bilançolarındaki döviz varlık (aktif) ve yükümlülüklerinden (pasif) oluşan riskleri döviz vadeli işlem sözleşmeleri ile etkin bir şekilde yönetme imkanına sahiptirler.



2011 yılı Ocak-Ağustos döneminde kurumsal yatırımcıların toplam işlem hacmindeki payı %32'dir. Kurumsal hesap sayısının, Borsamız toplam hesap sayısının %3'ü olduğu düşünüldüğünde işlem hacmindeki %32'lik pay, Borsamız açısından kurumsal yatırımcıların önemini bir kez daha ortaya koymaktadır.

2011 yılı Ocak-Ağustos döneminde kurumsal yatırımcıların toplam işlem hacminde yerli yatırımcıların payı % 53 iken yabancı yatırımcıların payı % 47'dir. Kurumsal yerli ve yabancı yatırımcıların toplam işlem hacmindeki paylarının birbirlerine yakın olduğu görülmektedir.



2011 yılı Ocak-Ağustos döneminde kurumsal yatırımcıların toplam endeks işlem hacmindeki payı %31'dir.

2011 yılı Ocak - Ağustos döneminde kurumsal yatırımcıların toplam döviz işlem hacmindeki payı %48'dir. Toplam işlem hacmi içinde endeks sözleşmelerinin ağırlığı yüksek olduğundan kurumsal yatırımcının toplam işlem hacmindeki payı nispeten daha az gözükse de döviz sözleşmelerinde kurumsal yatırımcının işlem hacmi payının daha yüksek olduğunu görüyoruz. Bu durum bize kurumsal yatırımcıların döviz sözleşmelerini, döviz kuru risklerini koruma amacıyla etkin bir şekilde kullandıklarını göstermektedir. Ülkemizin dış ticaret hacmini dikkate aldığımızda ise hala kurumsal yatırımcıların borsamızdaki işlem hacminin beklenen seviyenin çok gerisinde olduğu söylenebilir.

Borsamız döviz sözleşmelerine olan ilgiyi artırmak ve reel sektörün döviz kuru riskini etkin bir şekilde yönetebilmesini sağlamak amacıyla Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) ile Şubat 2011'de bir protokol yapmış, böylece eğitim alanında işbirliğini geliştirme yönünde önemli bir adım atılmıştır. Protokolü takiben döviz vadeli işlem sözleşmelerinde teminatlar azaltılmıştır. Ayrıca kur riskine maruz kalan reel sektör şirketlerini kur riski yönetimi hakkında bilgilendirmek amacıyla kurulan 444 7 862 (444 7 VOB) ALOVOB Danışma Hattı, ihracat ve ithalat şirketleri başta olmak üzere kur riskine maruz tüm reel sektör şirketlerinin kullanımına açık bir hattır. Türkiye'nin her yerinden aranabilen ALOVOB Danışma Hattı hafta içerisinde 09:00-17:30 saatleri arasında VOB sözleşmeleri ile kur riskinin yönetimi hakkında bilgilenebilen şirketlere hizmet vermektedir.

Vergilendirme

Borsamızda elde edilen kazançlar stopaj ve Banka Sigorta Muamele Vergisi (BSMV) olmak üzere iki tip vergiye tabi olabilmektedir. Aşağıdaki tabloda hisse senedi ve hisse endeksi, döviz, faiz ve emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmeleri için stopaj durumu yer almaktadır.

Sözleşme Türleri	Bireysel Yatırımcılar		Kurumsal Yatırımcılar	
	Tam Mükellef	Dar Mükellef	Tam Mükellef	Dar Mükellef
Hisse Senedi ve Hisse Endeksine Dayalı VIS	%0	%0	%0	%0
Döviz VIS	%10	%10	%0-%10*	%0-%10*
Faiz VIS	%10	%10	%0-%10*	%0-%10*
Emtia VIS	%10	%10	%0-%10*	%0-%10*

*01.10.2010 tarihinden itibaren, döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlara uygulanan stopaj oranı, Yerli ve Yabancı Sermaye Şirketleri ve Yatırım Fon ve Ortaklıkları ile benzer nitelikte oldukları Maliye Bakanlığınca belirlenenler için %0, diğer kurumlar için %10'dur.

Buna göre, Borsamızda endeks sözleşmelerinden elde edilen tüm kazançlar için stopaj %0 olarak uygulanmaktadır. Döviz, faiz ve emtia sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda ise bireysel yatırımcılar %10 stopaja tabi iken, kurumsal yatırımcılar kategorisindeki yerli ve yabancı sermaye şirketleri ile yatırım fon ve ortaklıkları için stopaj %0 olarak uygulanmaktadır.

BSMV mükellefleri için ise VOB'da yapılan işlemlerden lehe kalan tüm meblağlar 01.09.2010 tarihinden itibaren BSMV'den istisnadır.

Sonuç

VOB faaliyete başladığı 2005 yılı Şubat ayından bugüne; işlem hacmi, ürün çeşitliliği ve piyasa katılımcı sayısını sürekli artırarak, gerek ülkemizde gerekse uluslararası piyasalarda sağlam bir yer edinmiştir.

Yatırım Fonları ile ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde 14 Kasım 2009 tarihinde yaptığı Seri: VII, No: 37 sayılı değişiklik tebliği, fon portföylerine riskten korunma ve/veya yatırım amacıyla döviz, kıymetli madenler, faiz, finansal göstergeler ve sermaye piyasası araçları üzerinden düzenlenmiş opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemlerinin dâhil edilebileceğini, vadeli işlem sözleşmeleri nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarının fon toplam değerini aşamayacağını, portföye alınan vadeli işlem sözleşmelerinin fonun yatırım stratejisine ve karşılaştırma ölçütüne uygun olmasının zorunlu olması gerektiğini, karşılaştırma ölçütü belirlemeksizin opsiyon sözleşmeleri ve mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin garantili yatırım fonlarının ve koruma amaçlı yatırım fonlarının portföyüne hem koruma hem de yatırım amaçlı olarak alınabileceğini belirlemiştir. Böylece yatırım fonları da gerek riskten korunma gerekse yatırım amaçlı olarak Borsamızda işlem yapabilme imkanına kavuşmuşlardır. Bazı yatırım fonlarının borsamızda yatırım amaçlı işlem yapmasına rağmen fon büyüklükleri ile karşılaştığımızda, yatırım fonlarının VOB'daki işlem hacminin hala olması gereken seviyelerin çok uzağında olduğu düşünülmektedir. Önümüzde süreçte işleme açılması planlanan opsiyon sözleşmelerinin de devreye girmesiyle VOB sermaye piyasalarındaki etkinliğini bir adım daha öteye taşımayı hedeflemektedir. Reel sektöre yönelik risk yönetim aracı olarak işleme açılan yeni sözleşmelerle birlikte reel sektörün VOB'a bakışı olumlu yönde gelişmektedir. Bu bağlamda değişik reel sektör kuruluşları geleceğe yönelik fiyatların bugünden şeffaf ve güvenli bir şekilde alınıp satılabileceği yeni ürünlerin devreye alınmasını talep etmektedir. Piyasada bilinirliğinin beklenen seviyede artmasına paralel gerek işlem hacmi gerekse ürün çeşitliliği artan VOB, sektör ve piyasa katılımcılarının ihtiyaçlarına daha etkin cevap verebilir noktaya gelecektir. Sonuç olarak VOB, ihtiyaçlara uygun çözümler üretmek için özel sektör dinamiğiyle piyasadaki gelecek taleplere hızlı bir şekilde cevap verme arzusu içerisinde. Ancak geleceğe yönelik fiyatların bugünden alınıp satılmasına imkan veren vadeli işlem piyasalarının arzu edilen şekilde gelişmesi ve büyümesi piyasa katılımcılarının ve kurumsal yatırımcıların vadeli piyasaları etkin şekilde kullanmasına bağlıdır.

Türev araçların yatırım amacıyla da kullanılabilmesi ile VOB'da fonların etkinliği arttı



Selim Kocaoğlu
Yatırım Fonları Portföy Yönetimi Bölümü
Müdür Yardımcısı
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun maruz kalınan açık pozisyon fon toplam değerini/net aktif değerini aşmamak, yatırım stratejisine ve karşılaştırma ölçütüne uygun olmak koşullarıyla, yatırım amacıyla da türev araç kullanımına izin vermesi yatırım fonu yöneticileri için çok önemli bir gelişme olmuştur. Daha önce yapılmış ilk düzenlemelerde yatırım fonlarının vadeli işlem kontratlarını sadece koruma amaçlı kullanmasına izin verilmekteydi. Fonun stratejisini belirleyenler sistematik risklerden korunma amacıyla mevcut portföye vadeli işlem sözleşmelerini ekleyerek, mevcut portföyün yapısını bozmadan varlık dağılımını ayarlama şansı yakalayabilmekteydi. Yatırım fonu yöneticilerini sadece tek yönde pozisyon almaya

mecbur bırakan bu düzenlemenin değişmesi ile kurumsal yatırımcıların vadeli işlemler borsasındaki etkinlikleri artmıştır.

Vadeli işlemler piyasasında üç tip katılımcı bulunmaktadır: Korunma amaçlı işlem yapanlar, yatırım yapanlar ve arbitrajdan faydalanmak isteyenler. Vadeli işlem kontratlarının fiyatını belirleyen en önemli faktör, kontratın altındaki dayanak varlığın spot piyasa değeridir. Aynı varlığın veya fiyat hareketleri arasında belirli bir korelasyon olan diğer varlıkların üzerine yazılmış kontratların arasındaki matematiksel ilişki koptuğunda, bu durumdan faydalanmak isteyen yatırımcıların yaptıkları işlemlerle bu ilişki tekrar kurulmaktadır. Yatırım fonlarının vadeli işlemler piyasasında uzun pozisyon alabilmeleri, yatırım stratejilerinde yatırım ve arbitraj işlemlerini de yapabilmelerine olanak sağlamıştır.

Vadeli işlemler borsasında işlem gören kontratların hacimlerine bakıldığında en çok ilgi gören kontratların en yakın vadeli IMKB30 ve USD/TL olduğu görülmektedir. Aslında vadeli işlem kontratlarına olan ilgi spot piyasasının derinliği ile doğru orantılıdır. Yatırım fonlarında yönetilen varlıkların önemli bir kısmı sabit getirili olmasına karşın, faiz üzerine yazılmış kontratlarda işlem hacmi çok sınırlı düzeyde kalmıştır. Tahvil bono piyasasındaki en önemli oyuncu olan bankaların faiz risklerini yönetmek için kullandıkları başka enstrümanlar olması, bu pi-

Yatırım fonlarının vadeli işlemler piyasasında uzun pozisyon alabilmeleri, yatırım stratejilerinde yatırım ve arbitraj işlemlerini de yapabilmelerine olanak sağlamıştır.

yasanın gelişmesinin önündeki engel olmuştur. Varlık dağılımında ikinci sırayı alan hisse senetlerinde ise hem yerli, hem yabancı emeklilik ve yatırım fonlarının ağırlığı bulunmaktadır. Hisse senetlerindeki oynaklığın sabit getirili menkul kıymetlerin volatilitesine oranla çok daha yüksek olması, yukarıda bahsedilen üç tip yatırımcının da hisse senetleri üzerine yazılmış kontratlara olan ilgisini yüksek tutmaktadır. Son olarak piyasa payları az da olsa yabancı menkul kıymet fonları, kıymetli maden ve emtia fonları ve yabancı fon sepeti fonları kur risklerini yönetmek amacıyla yabancı para birimleri üzerine yazılmış kontratları kullanmaya başlamışlardır. Risk iştahı görece az emeklilik fonları daha çok korunma amacıyla kısa pozisyon alırken, yatırım fonları ise stratejisine bağlı olarak hem korunma hem de yatırım amaçlı pozisyon alabilmektedir. Serbest fonlar da üç amaçla da işlem yapabilmekte, hatta yatırım fonlarından farklı olarak vadeli işlemlerin kaldı-



raç özelliğinden faydalanarak net aktif değerlerinin üzerinde de pozisyon alabilmektedirler.

Değişken fonların stratejileri ve yatırım aralıkları incelendiğinde serbest fonların bazı özelliklerini taşıdıkları görülmektedir. B tipi değişken fonların bir kısmı portföylerinde hisse senedi bulundururken, bu fonlar oynak piyasa koşullarında hızlı pozisyon alabilmek ve hisse senedi seçim riskini almamak için IMKB30 kontratlarında işlem yapmaktadırlar.

Strateji çeşitliliği daha yüksek olan A tipi değişken fonlara bakıldığında, bazı A tipi fonların hisse senedi riski taşımadan sadece hisse senedi seçimiyle getiri hedefledikleri görülmektedir. Bu tip fonlar portföylerinde bulunan hisse senetlerinin tamamına yakın bir kısmı için vadeli işlemler piyasasında kısa pozisyon almakta ve yatırım yaptıkları endekse dahil hisse senetlerinin bir kısmını daha az veya çok taşıyarak değer yaratmaya çalışmaktadırlar. 130/30 olarak bilinen ve yukarıda bahsedilen yöntemin kaldıraçlı olarak tanımlanabilecek yöntem de, A tipi değişken fon stratejilerinde yer almaya başlamıştır. Portföyünde sü-

rekli hisse senedi bulundurmamak zorunda olan fon yöneticileri, dalgalı piyasalarda getirilerini korumak veya arttırmak için piyasa yönünde pozisyon alarak, daha az sermaye kullanılarak getirilerini arttırma yolunu tercih etmektedirler.

Yabancı menkul kıymet fonları ve fon sepeti fonlarının henüz pazardan aldıkları pay oldukça az olmasına karşın getirdikleri ürün çeşitliliği açısından oldukça önemli fonlar olmaya adaydırlar. Bu tip fonların Türk Lirası cinsinden fiyat açıklama zorunluluğu bulunması nedeniyle, özellikle Türk Lirasının güçlendiği dönemlerde performansları olduğunun altında görünmektedir. Bu tip fonlar kur risklerini yönetmek için, kıymetli maden fonlarıyla birlikte döviz üzerine yazılmış kontratları portföylerine eklemeyi tercih edebileceklerdir. Son dönemde oldukça büyüyen altın fonları ve altın borsasındaki spot işlemlerin varlığıyla, altına dayalı Türk Lirası ve dolar cinsinden altın kontratlarının hacimlerinin giderek arttığı görülmektedir. Altın fiyatlarındaki oynaklığın artması altın fonu yöneticilerinin bu kontratlara olan ilgisini arttıracaktır.

Risk iştahı görece az emeklilik fonları daha çok korunma amacıyla kısa pozisyon alırken, yatırım fonları ise stratejisine bağlı olarak hem korunma hem de yatırım amaçlı pozisyon alabilmektedir.

Son dönemde yapılan yeni düzenlemeler spot hisse senedi piyasasında pozisyon alma maliyetini oldukça yükseltmiştir. Özellikle emir iptallerinin getirilmesi piyasadaki likiditeyi negatif yönde etkilemiş ve spot piyasadaki volatilitiyi arttırmıştır. Son dönemde sistemik risklere bir de likidite riskinin eklenmesi, spot piyasada pozisyon alma maliyetlerini yükseltmiştir. Vadeli işlem sözleşmelerinin yatırım amacıyla kullanılması yeni yatırım stratejilerinin uygulanabilmesini sağlamakta; fiyat adımlarının küçük olması ve kaldıraç etkisiyle vadeli kontratlarda pozisyon almanın maliyeti görece düşük olmaktadır.

Uygulamada VOB'da ürün çeşitliliği olmasına karşın sadece yakın vadeli IMKB30 ve USD/TL kontratlarında yeterli hacim olması, özellikle büyük miktarda fon yöneten kurumsal yatırımcıların pozisyon alma maliyetini yükseltmektedir. Daha uzun vadeli kontratlarda yeterli hacmin olmaması ise yayılma pozisyonu gibi basit arbitraj stratejilerinin bile uygulanmasını kısıtlamaktadır. İşlem hacminden kaynaklanan bu engel yine kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen para miktarı arttıkça çözüme kavuşacaktır.

VOB - Baz Yük Elektrik Vadeli İşlem Sözleşmesi İşleme Açıldı



Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, Türkiye elektrik piyasasında ortaya çıkan etkin fiyatlama ve fiyat riski yönetimi ihtiyaçlarına cevap verebilmek amacıyla elektrik vadeli işlem sözleşmelerini 26 Eylül 2011 tarihinde işleme açtı.

Son dönemde Türkiye elektrik piyasasında yaşanan hızlı serbestleşme süreci ile elektrik ticaretinde rekabet oldukça arttı. Rekabetin artması, piyasada daha etkin fiyatlama ve fiyat riski yönetimi ihtiyaçlarını da ortaya çıkarmış oldu. VOB, elektrik piyasasında yaşanan bu değişimlerin bir sonucu olarak, etkin fiyatlama ve risk yönetim ihtiyaçlarını karşılayabilecek elektrik vadeli işlem sözleşmelerini yatırım-

cıların kullanımına sunmuştur. Türkiye Elektrik İletim Anonim Şirketi (TEİAŞ) bünyesinde oluşan saatlik fiyatların aylık ortalamasına yönelik olarak işlem göreceği VOB -Baz Yük Elektrik Vadeli İşlem Sözleşmesinin işleme açılması sayesinde,

- Elektrik fiyatlarına ilişkin risk yönetimi,
- Gelecekte oluşacak elektrik fiyatlarının bugünden alınıp satılabilmesi,
- Geleceğe ilişkin beklentilerin elektrik fiyatlarına yansımaları,
- Elektrik fiyatlarının tüm yatırımcıların ulaşımına açık finansal bilgi niteliğine kavuşması mümkün olacaktır.

Baz yük elektrik vadeli işlem sözleşmesi ile ülkemizde ilk defa yatırımcıların elektrik fiyatları üzerine işlem yapabilmesi mümkün olacaktır. Aynı zamanda bu sözleşmelerin işleme açılmasıyla enerji sektörü elektrik fiyatlarından kaynaklanan risklerini yönetebileceği için bu alanda yatırımların artmasına katkı sağlanması beklenmektedir.

VOB-Baz Yük Elektrik Vadeli İşlem Sözleşmesi Sözleşme Özellikleri

1. Dayanak Varlık : Vade ayının her bir saati için TEİAŞ tarafından açıklanan Sistem Gün Öncesi fiyatlarından hesaplanan basit aritmetik ortalamadır. Gün Öncesi Planlama'dan Sistem Gün Öncesi Piyasası'na geçildiğinde, dayanak varlık, vade ayının her bir saati için TEİAŞ tarafından açıklanan

Baz yük elektrik vadeli işlem sözleşmesi ile ülkemizde ilk defa yatırımcıların elektrik fiyatları üzerine işlem yapabilmesi mümkün olacaktır. Aynı zamanda bu sözleşmelerin işleme açılmasıyla enerji sektörü elektrik fiyatlarından kaynaklanan risklerini yönetebileceği için bu alanda yatırımların artmasına katkı sağlanması beklenmektedir.

lanan Kısıtsız Piyasa Takas Fiyatları'ndan (KPTF) hesaplanan basit aritmetik ortalama olacaktır.

2. Sözleşme Büyüklüğü : Vade ayındaki saat sayısı x 1 MWh
Vade Ayındaki Saat Sayısı: Vade ayındaki gün sayısı x 24
Sözleşme büyüklüğü, vade ayındaki gün sayısına ve yaz saati/kış saati uygulamasına göre değişkenlik gösterir.

Kış saatinden yaz saatine geçiş ya-



plan gün için saat sayısı 23, yaz saatinden kış saatine geçiş yapılan gün için ise saat sayısı 25 olarak uygulanacaktır.

Örnek:

30 gün içeren aylar için sözleşme büyüklüğü 720 MWh'dir (30x24x1MWh),

31 gün içeren aylar için sözleşme büyüklüğü 744 MWh'dir (31x24x1MWh),

28 gün çeken Şubat ayı için sözleşme büyüklüğü 672 MWh'dir (28x24x1MWh),

29 gün çeken Şubat ayı için sözleşme büyüklüğü 696 MWh'dir (29x24x1 MWh)

Belirtilen sözleşme büyüklükleri kış saatinden yaz saatine/yaz saatinden kış saatine geçilen aylar için geçerli değildir.

3. Kotasyon Şekli : 1 MWh elektrik enerjisinin TL değeri, virgülden sonra iki basamak olarak ifade edilir (Örnek: 121,25)

4. Günlük Fiyat Hareket Sınırı : Baz fiyatın % ± 10 'udur.

5. Minimum Fiyat Adımı :0,01 (Örnek: Sözleşme büyüklüğü 720 MWh olan vade ayları için minimum

fiyat adımı değeri 7,2 TL, sözleşme büyüklüğü 744 MWh olan vade ayları için minimum fiyat adımı değeri 7,44 TL, sözleşme büyüklüğü 672 MWh olan vade ayları için minimum fiyat adımı değeri 6,72 TL, sözleşme büyüklüğü 696 MWh olan vade ayları için minimum fiyat adımı değeri 6,96 TL'dir.)

6. Vade Ayları : Yılın bütün ayları (Aynı anda içinde bulunulan ay ve bu aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Sözleşmenin ilk işleme açıldığı tarihte Aralık 2011 vade ayı ve bu aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işleme açılır.)

7. Son İşlem Günü : Her vade ayının son iş günüdür. Yurt içi piyasaların resmi tatil nedeniyle yarım gün olması durumunda son işlem günü bir önceki iş günüdür.

8. Sözleşmenin Vadesi : Her vade ayının son günüdür. Vade ayının son günü bir iş günü değilse; sözleşmenin vadesi, vade ayının son gününü izleyen ilk iş günüdür. Yurt içi piyasaların resmi tatil nedeniyle yarım gün olması durumunda sözleşmenin vadesi bir sonraki iş günüdür.

9. Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı : Vade ayının her bir saati için TEİAŞ tarafından açıklanan Sistem Gün Öncesi Fiyatları'ndan hesaplanan basit aritmetik ortalama vade sonu uzlaşma fiyatıdır. Gün Öncesi Planlama'dan Gün Öncesi Piyasası'na geçildiğinde, vade ayının her bir saati için TEİAŞ tarafından açıklanan Kısıtsız Piyasa Takas Fiyatları'ndan (KPTF) hesaplanan basit aritmetik ortalama son uzlaşma fiyatı olur.

10. Uzlaşma Sekli : Nakdi uzlaşma

11. Pozisyon Limiti : Mutlak pozisyon limiti 2.000, oransal pozisyon limiti %10'dur.

12. Başlangıç Teminatı:12.000 TL

13. Sürdürme Teminatı :Başlangıç teminatının %75'idir.

KORUNMA AMAÇLI KULLANIM ÖRNEĞİ

ABC Elektrik A.Ş. Ekim ayında, Aralık ayında her saat için üreteceği 75MWh enerjiyi satmayı planlamaktadır. Ancak piyasada oluşabilecek olası düşüşlerden de korunabilmek için vadeli işlem sözleşmelerini kullanmaktadır. Böylece Ekim ayı içinde Aralık ayında satacağı elektriğin fiyatını sabitleyebilmektedir.

15 Ekim tarihinde Aralık vadeli baz yük vadeli işlem sözleşmesinin fiyatı 100 TL.

ABC Elektrik A.Ş. 100 TL'den 75 adet Kısa (Short) pozisyon alır.

1 Kasım tarihinde ABC Elektrik A.Ş. ikili anlaşma yolu ile Aralık ayı saatlik 75MWh elektrik üretimini 90 TL'ye satar. Vadeli piyasada da 75 adetlik Short pozisyonunu 90 TL fiyattan kapatır.

Spot Piyasada Saatlik Satış Değeri : $75 \times 90 \text{ TL} = 6750 \text{ TL}$

Vadeli Piyasada Oluşan Kar : $75 \times (100 \text{ TL} - 90 \text{ TL}) = 750 \text{ TL}$

Sonuçta, vadeli işlem sözleşmeleri ile elde edilen 750 TL'lik kar, elektrik piyasası fiyatlarında oluşan düşüşü (100 TL'den 90 TL'ye) telafi etmiş oldu.

Altının spot ve vadeli piyasalardaki arbitraj olanaklarından yararlanmak isteyen yatırımcılar için

Finansbank İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu: GOLDIST

İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu, 18 Temmuz 2006 tarihinde kurulmuştur. Türkiye'nin ilk altın borsa yatırım fonu olan GOLDIST, Altın Endeksi'ni takip eder. Altın Endeksi, uluslararası altın Ons fiyatı ile Dolar/TL kurunun çarpımından oluşmaktadır. GOLDIST külçe altına gram bazında yatırım yapma olanağı veren bir üründür. GOLDIST minimum 1 lotluk paylar halinde İMKB'de hisse senedi gibi işlem görmektedir. Mevcut durumda 1 lot GOLDIST 0.96 gram altın ve %1'i geçmeyecek oranda nakitten oluşmaktadır.

GOLDIST, saklama sorununu ortadan kaldıran bir ürün olma özelliğini taşımaktadır. Fonun içerisindeki altın uluslararası standartlarda olup İstanbul Altın Borsası tarafından fonun hesabında saklanmaktadır. Yatırımcıların fon payları ise MKK tarafından Takasbank'taki hesaplarında saklanır. GOLDIST altın fiyatlarındaki değişimi anında yansıtır ve altının fiyat hareketlerinden kurumsal ve bireysel yatırımcıların faydalanmasını sağlar. Gösterge niteliğindeki net aktif değer 15 saniyede bir veri yayın kuruluşları tarafından yayınlanmaktadır. Alış ve satış fiyatı arasındaki spread spot piyasaya göre daha avantajlıdır. Böylece yatırımcılar düşük maliyetle ve tek bir işlemle altının performansına ortak olabilirler.

GOLDIST'in minimum katılım payı oluşturma büyüklüğü 100,000 lottur. İsteyen yatırımcılar en az 100,000 pay ve katları karşılığında ki altını fiziki olarak teslim alabilir

veya ödünç alıp açığa satabilirler. Küçük yatırımcıların altını fiziki teslim alma olanağı yoktur. GOLDIST'in yönetim ücreti de düşük, yıllık %0,47'dir.

GOLDIST altının spot ve vadeli piyasalardaki arbitraj olanaklarından yararlanmak isteyen yatırımcılar için uygun bir üründür. Çünkü hızlı işlem olanağı ve fiyat değişimlerini anında yansıması arbitraj fırsatı yaratmaktadır. Yatırımcılarımıza istedikleri miktarda GOLDIST almak ve satmak için gerekli likidite Fon Yöneticilerimiz tarafından verilmektedir. Böylece likidite sorunu ortadan kalkmaktadır. Altına yatırım yapmak isteyen fakat faiz geliri almak istemeyen yatırımcılarımızı da düşünerek, fonun içerisindeki nakit kompozisyonu repo veya faiz gibi yatırım araçlarında değerlendirilmektedir.

GOLDIST almak ve satmak isteyen yatırımcılar, İMKB'de işlem yapma yetkisi olan aracı kurum veya ban-



Pınar İnanöz
Fon Yöneticisi
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.

kalardan işlem saatleri içerisinde (9:30-12:30 ve 14:00-17:30) gerçekleştirilebilirler. Borsa yatırım fonları hisse senedi gibi borsada işlem görebildikleri için, yatırımcılar istedikleri kurumdan GOLDIST işlemlerini gerçekleştirebilirler.

İstanbul Gold B Tipi Altın Borsa Yatırım Fonu

Fon Türü: Borsa Yatırım Fonu

Fon Kurucusu: Finansbank A.Ş.

Fon Yöneticisi: Finans Portföy Yönetimi A.Ş.

Fonun İMKB Kodu: GLDTR

Takip Edilen Endeks: 1 Kilo Külçe Altın

Halka Arz Tarihi: 18.07.2006

Asgari Katılma Belgesi Oluşturma Miktarı: 100,000

Fon Büyüklüğü: \$84,304,809 (02.09.2011 itibarıyla)

www.gldtr.com

İMKB'ye kote edilmiş 22 şirketin hisse senedinden oluşan bir portföye aynı anda ve tek seferde yatırım yapma avantajını sağlayan

Garanti Bankası GAREN-MSCI Türkiye Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu

Garen-MSCI Türkiye Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu, dünyanın önde gelen endeks yapıcısı MSCI'nin Türkiye endeksini takip eder. MSCI tarafından oluşturulan endeksler 70'den fazla ülke borsasını kapsamakta ve 400'ün üzerinde borsa yatırım fonu tarafından takip edilmektedir. MSCI tarafından hazırlanan endeksler global çapta borsaların performansını ölçen temel endeksler olarak kabul edilirler. 1969 yılından beri Amerika dışındaki gelişmiş borsalar, 1988'den beri de gelişmekte olan piyasalar için hesaplanmakta olan bu endeksler, yatırımcılara ilgilendikleri pazarlardaki borsaların performansını takip etme şansı vermektedir. Yabancı yatırımcıların ve fonların Türkiye piyasaları da dahil olmak üzere gelişmekte olan ülke piyasaları için en yaygın takip ettiği endeksler MSCI endeksleridir.

MSCI endeksleri her ülkede benzer faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine yoğunlaşması ve yine benzer şirket seçim kriterlerini uygulaması sebebiyle, yatırımcılara borsalar arası karşılaştırma yapma avantajı da sağlar.

GAREN, Garanti Bankası A.Ş. kuruluşunda oluşturulan T. Garanti Bankası A.Ş. MSCI Türkiye Endeksi Borsa Yatırım Fonu'nun İMKB işlem kodu olup, fon yönetimi Garanti Portföy Yönetimi A.Ş. uzmanlığında yürütülmektedir. GAREN baz aldığı MSCI Türkiye Endeksi'nin kompozisyonunu fonun portföyüne %100'e yakın bir korelasyon ile yansıtmayı amaçlar. MSCI Türkiye endeksi oluşturulurken, MSCI kendi kriterleri ile İMKB'de işlem gören tüm hisse se-

netleri arasından yatırım yapılabilir pay kümesi oluşturur. Yatırım yapılabilir pay kümesi şirketlerin toplam piyasa değerleri, halka açık piyasa değerleri, son üç ve 12 aylık işlem hacimleri, halka açık kısımda bulunan yabancı payı, minimum işlem görme sıklığı kriterlerini sağlayanlar arasında oluşur. Endeks en az altı farklı hisse senedinden oluşur. Mayıs ve Kasım aylarında kapsamlı, Şubat ve Ağustos aylarında ise çeyreklik gözden geçirmeler ile endeks değişimleri gerçekleştirilir. Ayrıca birleşme ve satın almalar ile olabilecek değişiklikler anında endekse yansıtılır.

GAREN, İMKB'ye kote edilmiş 22 şirketin hisse senedinden oluşan bir portföye aynı anda ve tek seferde yatırım yapma avantajını sağlamaktadır. İMKB'nin açık olduğu her gün seans saatleri içinde arzu edilen aracı kurum aracılığı ile alınıp satılabilen GAREN'in takası da tüm hisse senetleri gibi T+2 gerçekleşir. Tüm yatırım fonları gibi katılma belgelerini Takasbank saklar. GAREN'in yönetimi şef-



Engin İrez
Araştırma Müdürü
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

faftır, fon portföyündeki hisse senetleri ve oranları her gün açıklanır; ayrıca gösterge niteliğindeki net aktif değeri 15 saniyede bir güncellenir. Böylece dakikada 4 kez ve saatte 240 kez fonun net aktif değerindeki değişiklikler takip edilebilir.

Türkiye Garanti Bankası A.Ş. **GAREN-MSCI Türkiye Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu**

Fon Türü: Borsa Yatırım Fonu

Fon Kurucusu: T. Garanti Bankası A.Ş.

Fon Yöneticisi: Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

Fonun İMKB Kodu: GAREN

Takip Edilen Endeks: MSCI Türkiye endeksi

Halka Arz Tarihi: 30-06-2010

Asgari Katılma Belgesi Oluşturma Miktarı: 50,000

Fon Büyüklüğü: 6,296,674.20TL (16/09/2011 itibarıyla)

www.garen.garanti.com.tr



Dünya'da Yaşanan Bir Büyüme Sorunu

“Bölgenin güçlü ekonomileri zayıflara acilen güçlü bir yardım sağlamadığı sürece Avrupa ekonomisi için durgunluk riski artmış görünüyor”

2008 küresel kredi krizinin ardından geçen üç yılda gelişmiş ekonomiler, karşılaştıkları ağır durgunluk ve deflasyon sarmalına düşme riski karşısında bütçe ve para politikalarını olabildiğince gevşettiler. Bu yolla özel sektörde düşen talep, kamunun daha fazla borçlanması ve harcaması ile telafi edilmeye çalışıldı. Aktif fiyatlarının tekrar yükselmesi ve bu şekilde özel sektörün tekrar borçlanmaya ve harcamaya yönelmesi

hedeflendi. Sonuç başarısızlık oldu. Kuşkusuz son üç yılda dünya ekonomisinde 1930 benzeri bir çöküş önlenmedi. Söz konusu ekonomiler deflasyon sarmalına düşmekten kurtuldu. Ama bu risk ortadan tam olarak kaldırılamadı. Mali ve parasal genişlemeye son verildiğinde özel talebin kendi kendine büyümesini sağlayacak gelir artışı, borçlanma, tüketim, istihdam, yatırım artışı döngüsünü yaratacak koşullar oluşturulamadı. İşsizlik hala çok yüksek, gelir artışı cılız. Aşırı

parasal genişleme aktif fiyatlarını özellikle kritik önemdeki konut fiyatlarını yükseltmede başarılı olmadı.

Aktif fiyatlarını kriz öncesi değerlere yükseltme çabası sonuçsuz kaldı. Krizde bozulan bilançolar tam olarak iyileştirilemedi. Borç sorununu daha da büyüten bu çabalara bankalar ve bono piyasaları geçit vermedi. Bankalar kredileri genişletmede eskisi kadar istekli davranmadı. Bono piyasaları aşırı

parasal genişleme ve artan kamu açıkları ve borçlarına tahvil risk primi ve faizlerinde yükselişle karşılık verdiler. Tüketici de kredi almada isteksiz davrandı; devam eden yüksek işsizlik oranı buna engel oldu. Yükselmeyen konut fiyatları buna engel oldu. Düşen faiz gelirleri buna engel oldu. Küçülen emeklilik birikimleri buna engel oldu. Aşırı borçlu tüketici borçlanmayı değil daha fazla tasarruf etmeyi tercih etti. Borcunu küçültmeye çalıştı.

Sonuçta uygulanan aşırı mali genişleme ve krizin getirdiği maliyetler bu ekonomilerde kamu açıkları ve borçlarını rekor ölçülerde büyüttü. Çok yüksek özel sektör borçluluğu üzerine bir de çok yüksek kamu borçluluğu eklenmiş oldu. Aşırı parasal genişleme ile ortaya çıkan fazla para ise kredi genişlemesi olmayınca reel ekonomiye değil aktif piyasalarında yüksek getiri veren riskli yatırım araçlarına yöneldi. Gelişmekte olan ekonomilerdeki yatırım araçlarına ve bu ekonomilerdeki büyümeyi dolaylı satın alma olanağı veren emtia fiyatlarına yöneldi. Bu politikalarından borçluluk düzeyleri düşük gelişmekte olan ekonomiler karlı çıktı. Büyümeleri hızlandı. Ancak kısa süre sonra emtia fiyatlarındaki yükseliş enflasyon ve enflasyon beklentilerini yükselterek, gelişmekte olan ekonomiler dahil hemen her yerde para politikalarındaki gevşekliği aynı tempoda sürdürmeyi zorlaştırdı. Böylece aşırı parasal genişleme politikası kredi talebini canlandırmada ve konut fiyatlarını yükseltmede etkisiz kalırken, aşırı mali ve parasal gevşeme politikasını sürdürmek aşırı yükselen kamu açıkları ve borçları ve yükselen enflasyon

beklentileri nedeniyle tıkanı.

Şimdi aşırı yükselen borçlar nedeniyle artık ABD, Avrupa ve Japonya bütçe açıklarını küçültmeye çalışıyor. Bunu yapmayan, yapamayan, yapsa da işe yaramayacağı görünen ülkenin kredi notu düşüyor. Risk primi yükseliyor. Bu durum bankacılık sektörünü de olumsuz etkiliyor. Bankaların sermayeleri zarar görüyor ve kredi verme kapasiteleri düşüyor. Bu sorun en açık Euro Bölgesinde görülüyor ve giderek endişe yaratıyor. Çok yüksek kamu borcu ve bütçe açıkları olan sorunlu ülkeler bütçe açıklarını daha büyüterek büyümeye destek veremiyorlar. Tam tersini yapmak durumundalar. Para birliği içinde olduklarından devalüasyon yapıp rekabet güçlerini arttıramıyorlar. Rekabet güçlerini arttırmak için içerde fiyat ve ücretleri aşağı çekmek, deflasyon yaratmak durumundalar. Tüm bunlar büyümelerini zorlaştırıyor. Büyümekte zorlanan ekonomilerin mali açıkları daha da büyüyor, risk algılaması artıyor, hazine tahvilleri değer kaybediyor, faizler yükseliyor. Bu durum bu ekonomilerde büyümeyi daha fazla aşağı çekerken bu ülkelerin hazine tahvillerine yatırım yapmış finans kuruluşlarının mali durumlarını kötüleştiriyor. Bankaların kredi verme kapasitesini düşüren bu durum karşısında ekonomide büyümeyi sağlamak ve borçların büyümesini durdurmak daha da zorlaşıyor. Borçlar ekonominin büyüklüğü ile oranlandığında azalacağına büyüyor. Dolayısıyla Bölgedeki borç sorunu olan ülkelerin ödeme güçlüğüne düşme riski artıyor. Risk primi ve faizlerde yükseliş sürdüğü bu ülkelerde borçları sürdürme koşulları daha da kötüleşiyor.



Şimdi aşırı yükselen borçlar nedeniyle artık ABD, Avrupa ve Japonya bütçe açıklarını küçültmeye çalışıyor. Bunu yapmayan, yapamayan, yapsa da işe yaramayacağı görünen ülkenin kredi notu düşüyor. Risk primi yükseliyor. Bu durum bankacılık sektörünü de olumsuz etkiliyor.

Euro Bölgesinin görece sağlam ekonomileri bu zor durumdaki ekonomilere yardım edemez, gereken tüm kaynak ve garantileri tereddütsüz ve geri dönüş beklemeden sağlamazlar ise, sorunlu tahviller değer kaybetmeye devam edecek. Bundan Bölgenin sorunlu ekonomileri kadar güçlü ekonomileri ve bankaları da olumsuz etkilenecek. Büyük miktarlarda sorunlu ekonomilerin tahvillerini bulunduran bu ülkelerin bankalarında sermayeler zarar görecek. Onlar da sermayelerini güçlendirmek için kaynak arayacaklar. Ya da kredi portföylerini küçültme durumunda kalacaklar. Bu son durum küresel ekonomide başlayan yavaşlamanın etkisini de düşünersek Euro Bölgesinin güçlü ekonomilerinde de büyümeyi zayıflatacak. Dolayısıyla bölgenin güçlü ekonomileri zayıflara acilen güçlü bir yardım sağlamadığı sürece Avrupa ekonomisi için durgunluk riski artmış görünüyor. Büyük ekonomilerde büyümenin zayıflaması zayıflara çözüm bulma şansını da küçültecektir. Avrupa bankalarına dönük endişeler artacaktır. Mevcut durum küresel risk iştahında düşüşe neden olmaktadır.

Nitekim bir süredir bu gerçekleri fark eden ve bu duruma karşı politikacıların aralarında uzlaşarak kalıcı çözümler geliştirmekte zorlandığını gören piyasaların, dünya ekonomisinin büyüme görünümüne ilişkin beklentilerinde kötüleşme yaşandı. Uzun vadeli tahvil faizleri geriledi. Mali sorunları olan gelişmekte olan ekonomilerin paralarının değer kaybettiğini gördük. Riskten kaçış güvenli limanlarda; Yen ve İsviçre Frangı'nda, ABD, Alman ve İsviçre hazine tahvillerinde değer artışlarına neden oldu. Paralarında değer artışını önlemeye çalışan Euro

Euro Bölgesinde borç sorununun daha da yayılması ve bir bankacılık krizi çıkması olasılığı dahil önümüzdeki dönemde dünya piyasalarında önemli olumsuzluklar yaşanma riski yükselmiştir.

Bölgesi, İsviçre ve Japonya merkez bankaları parasal genişlemeye gittiler.

Önümüzdeki dönemde sorunları kontrol altında tutmak için Avrupa'da ülkelerin bankalara sermaye yardımında bulunduğunu görebiliriz. Avrupa Mali İstikrar Fonu EFSF bir süre sonra Avrupa Merkez Bankası ile birlikte sorunlu ülke bonolarını almaya, bunun yanında bankalara sermaye desteği vermeye başlayabilir. Eğer politik uzlaşma olursa Fonun gücü doğrudan ilave kaynak aktararak ya da borçlanma olanağı verilerek arttırılabilir. Keza Avrupa Merkez Bankası faiz indirimlerine başlayabilir ve ardından kapsamlı parasal genişleme programı uygulamaya koyabilir. Avrupa Merkez Bankası'nı FED'in yeni bir parasal genişleme programı takip edebilir. Bütün bunlar söz konusu ekonomilerde artan durgunluk riskini düşürmek, borç sorununun yayılması ve bir bankacılık krizi çıkmasını önlemek için kullanılacak önlemlerdir. Eğer bu arada sorunlu ekonomilerden biri

ödeme güçlüğüne düşmez ve sorun kontrolden çıkmaz ise bu önlemler bir bir uygulamaya konulduğunda, son haftalarda düşen emtia ve uzun vadeli hazine tahvil faizlerinin büyüme üzerinde yapabileceği olumlu etkiyi de dikkate alırsak, küresel piyasalarda geçici bir iyimserlik havası oluşabilir. Aktif fiyatlarında, özellikle borsalar ve emtia fiyatlarında ve uzun vadeli tahvil faizlerinde yükselişler görülebilir ve Dolar değer kaybedebilir.

Ancak bu ve benzeri önlemler ardından gelen bu tür iyileşmelerin büyüme sorunu çözülmedikçe kalıcı olma şansı yoktur. Son üç yılda yaşananlar bunun ispatıdır. ABD, Avrupa ve Japonya'da büyümenin önümüzdeki yıllarda ortalamada çok düşük kalması söz konusudur. Bugün söz konusu ekonomilerde tüketicinin hem geliri artmıyor, hem de borçlanıp harcamıyor. Bu durum dünyada atıl kapasite fazlası, yüksek işsizlik ve düşük kredi talebinin devam ettiği anlamına gelir.

Bu ortamda söz konusu ekonomilerde yaşanan nüfusu da katarsak, mali dengeler bozulmaya devam edecektir. Şirket karları ve yatırımlar zayıf kalacaktır. ABD, Avrupa ve Japonya'da büyümenin ortalamada çok zayıf kalması kamu ve özel borçlarda ödeme güçlükleri yaratabilir. Kredi risk primlerinde yükselişler görebiliriz. Euro Bölgesinde borç sorununun daha da yayılması ve bir bankacılık krizi çıkması olasılığı dahil önümüzdeki dönemde dünya piyasalarında önemli olumsuzluklar yaşanma riski yükselmiştir. Aktif ve emtia fiyatlarında düşüş, tanımladığımız yeni küresel ekonomik ortamı tam olarak yansıtmaya kadar devam edecek görünmektedir.

GÜÇLENEN SERMAYE PİYASASINA EĞİTİM, TANITIM ve ARAŞTIRMA DESTEĞİ: “SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.”



Bekir Yener Yıldırım
Genel Müdür
Sermaye Piyasası Lisanslama
Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.

Uluslararası tanıtım, yatırımcı eğitimi, halka arz seferberlikleri ve üniversite ziyaretleri gibi ülke içinde ve dışında ses getiren faaliyetlerini son dönemde yoğunlaştıran, ülkemiz ekonomisindeki ağırlığını da gittikçe artıran sermaye piyasamızda; **eğitim, tanıtım, lisanslama ve araştırma faaliyetlerinde bulunacak** yeni bir kuruluş var. Kuruluşun unvanı “SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.”, işletme adı ise “SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA MERKEZİ” olarak belirlendi. Sermaye piyasasında yer alan tüm kuruluşların bir araya gelerek kurduğu kuruluşun yedi ortağı bulunuyor. Merkezi İstanbul olan şirketin sermayesi 2.000.000 TL olarak belirlendi. Şirketin yönetim kurulunda tüm kurucu ortakların ve SPK'nın temsilcileri bulunuyor.

Merkezin, Türk finans özellikle de sermaye piyasasının, ülke çapında ve uluslararası ölçekte tanıtılması için yoğun tanıtım faaliyetlerinde bulunması planlanıyor. Ayrıca, son dönemdeki finansal krizlerden sonra önemi bir kez daha vurgulanan, finansal piyasaları belirli bir seviyede bulunan hemen her ülkede büyük bir özenle ele alınan, yatırımcı eğitimi ve finansal okuryazarlığın geliştirilmesi gibi konularda da aktif görevler üstlenecek.

Merkez, halihazırda sermaye piyasamızdaki bir çok kuruluş tarafından büyük bir özveriyle yürütülen; eğitim, lisanslama, sicil, tanıtım ve araştırma faaliyetlerinde kurumlar arası köprü görevi üstlenerek, tanıtıcı yayın ve diğer eserleri yaygınlaştırarak sermaye piyasasına hizmet etmeyi amaçlıyor. Benzer şekilde, sermaye piyasası sektörü ile üniversiteler arasındaki her türlü işbirliğini geliştirici adımlar merkezin öncelikleri arasında yer alıyor.

Temmuz ayında kuruluş işlemlerini tamamlayan şirket, henüz yapılanma ve teşkilatlanma aşamasında olup kısa süre içinde faaliyetlerini yoğunlaştırmayı planlıyor. Kuruluşun Genel Müdürlüğünü Bekir Yener Yıldırım, Genel Müdür Yardımcı-

Merkezin, Türk finans özellikle de sermaye piyasasının, ülke çapında ve uluslararası ölçekte tanıtılması için yoğun tanıtım faaliyetlerinde bulunması planlanıyor.

lığını ise Serkan Karabacak yürütmekte.

Kuruluş mevcut durumda lisanslama sınavlarını Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ile ortaklaşa gerçekleştirmekte olup, kuruluş yetkilileri sınav faaliyetlerinin kısa bir süre içinde kuruluş bünyesine alınacağını ifade ediyorlar. Kuruluşun en önemli amaçlarından birisi mevcut durumda yılın sadece belli dönemlerinde yapılan lisanslama sınavlarını daha yaygın olarak gerçekleştirmek, sermaye piyasasında eğitimleri artırmak ve kendi alanındaki yerli ve yabancı kuruluşlarla işbirliğini geliştirmek olarak belirtiliyor.

Kuruluşun ortaklık yapısı

Hissedarın Unvanı	Pay Oranı (%)
Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği	40
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası	10
Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.	10
Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.	10
İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.	10
Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği	10
Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği	10

Bireysel Emeklilik Sektörünün Türkiye'de ve Dünyada Kat Ettiği Yol

2020 yılında Türkiye'deki emeklilik fonlarının yıllık ortalama yüzde 26'lık büyümeyle 115 Milyar TL seviyesine yükselmesi beklenmektedir.

Türkiye'nin emeklilik fonlarının büyüme oranı dünya ortalamasından yüksek olacaktır ve yeni müşteri ihtiyaçlarını hızlı bir şekilde belirleyip, ürün ve hizmetlerini bunlara cevap verecek şekilde planlayan sigorta şirketleri, emeklilik fon artışından da en büyük paya sahip olacaklardır.



Bireysel Emeklilik Sistemi bireylerin emeklilikleri geldiğinde finansal açıdan sıkıntı çekmemeleri amacıyla çalışma dönemleri boyunca düzenli olarak tasarruflarını sağlayan, sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak ortaya çıkmış, mevzuat düzenlemeleri ile kamu otoritesinin sürekli denetimi ve gözetimi altında olan ve vergi avantajı ile desteklenmiş bir sistemdir. Özellikle dünya nüfusu yaş ortalamasının artış trendi içinde olduğu düşünülürse, yaşlılık döneminde bireylerin sağlık ve bakım masraflarının artacağı öngörülmektedir. Bu nedenle çalışanların gelecekte huzur ve refah içinde yaşaya-

bilmeleri için emekliliklerini planlamaları ve tasarruflarına doğru şekilde yön vermeleri gerekmektedir. Türkiye'de 55 yaşın üzerinde yaklaşık 12 milyon kişi bulunmaktadır ve SGK'dan emekli olan kişi sayısı 9,6 milyon kişiye ulaşmıştır. Bu veriler nüfusu 74 milyon kişiye yaklaşmakta olan ülkemizde BES'in öneminin her geçen gün artacağını, kişilerin emeklilik dönemlerinde daha iyi bir yaşam sürdürebilmeleri için sisteme katılmalarının ilk sıralardaki yatırım tercihlerinden biri olacağını ortaya koymaktadır.

Ülkemizde 27 Ekim 2003 tarihinde uygulamaya giren Bireysel Emeklilik Sistemi katılımcı sayısını ve fon büyüklüğünü gün geçtikçe arttırmakta-

dır. Emeklilik Gözetim Merkezi tarafından yayınlanan Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu'na göre 2010 yılında sistemdeki fon tutarının yaklaşık %32 artışla 12 Milyar TL ve toplam katılımcı sayısının %15 artışla 2 milyon 281 bin seviyesine yükseldiği görülmektedir. Sistemde biriken fon tutarındaki artış ve 2010 yılında bireysel emeklilik sistemine yaklaşık 300,000 katılımcının dahil olması, Türkiye'de tasarruf seviyesinin artması açısından çok olumlu bir gelişmedir.

Emeklilik Gözetim Merkezi'nin 2011 yılı hedeflerine de yer verdiği 2010 Gelişim Raporu incelendiğinde yıla yaklaştığımız bu dönemde 2011 hedeflerinin ne oranda tutturul-



Ömür Şengün
Genel Müdür
Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.

duğu görülmektedir. Sektördeki emeklilik şirketlerinin tahminleri ile oluşturulan iyimser ve kötümser senaryoya göre, katılımcı sayısının ortalama 2,4 milyon ile 2,7 milyon arasında bir sayıya ulaşması beklenmektedir. Eylül ayı itibari ile 2.5 milyon katılımcı sayısının olduğu sistemde hedeflenen rakama ulaşıldığını görüyoruz. Raporda yer alan fon tutarına baktığımız zaman, iyimser ve kötümser senaryo değerlerinin yaklaşık 14 ile 16 milyar TL olduğu görülmektedir. Bu durumda fon tutarı açısından da hedeflenen değerlere ulaşıldığı söylenebilir.

Sisteme yeni katılım oranları pozitif değerlerde seyrederken, emeklilik hakkı elde edilmeden sistemden çıkış oranlarının da her geçen gün arttığı gözlenmektedir. 2010 yılı sonu itibariyle yürürlükteki sözleşmeler sistemde tamamladıkları yıl kıdeminin ortalama 2,6 yıl olduğu tespit edilmiştir. Emeklilik şirketleri, Bireysel Emeklilik Sistemi'ni teşvik edici düzenlemelerin getirilmesi ve sistemin performansının etkinleştirilmesi için çalışmalarını hızla sürdürmekte-

dir. Ayrılma oranlarının azaltılması için emeklilik şirketlerinin katılımcıları bilgilendirme faaliyetlerini şeffaf olarak yönetmesi, kaliteli hizmet ağına sahip olması ve sektörde haksız rekabeti ortadan kaldırmaya yönelik reklam ve tanıtım faaliyetleri sürdürmesi büyük önem taşımaktadır. Bireysel Emeklilik Sistemi'ni teşvik edici düzenlemelerin getirilmesinin sistemden erken çıkışların önüne geçebileceği kanaatindeyiz.

Emeklilik fonlarının dünyadaki coğrafi dağılımına bakıldığında fonların %61.6'sı ABD'de, %12.7'si İngiltere'de, %6.2'si Hollanda'da, %5.4'ü Avustralya'da, %4.6'sı Kanada'da ve %2.9'u İsviçre'de bulunmaktadır. Dünya genelinde Bireysel Emeklilik Sistemi'ni ele alırsak, 2009 yılında yaşanan küresel krizin etkilerinin 2010 yılında olumlu yönde değişim gösterdiği görülmektedir. Yaşanan iyileşmeler Bireysel Emeklilik Sistemi'ne de olumlu yönde etki etmiştir. OECD tarafından Temmuz 2011'de yayınlanan Emeklilik Piyasaları araştırmasına göre, emeklilik fonlarında 2010 yılında reel olarak ortalama %3,5 (nominal bazda %5,4) yatırım üzerinde pozitif bir net getiri yaşandığı belirtilmektedir. OECD ülkeleri arasında en iyi performansı %18,6'lık oranla Hollanda sağlarken Portekiz ve Yunanistan'da ise bu oran negatif değerlerdedir.

Allianz Grubu'nun dünya genelinde gerçekleştirdiği 'Demografik Eğilimler Araştırması' ekonomik krizin olumsuz etkilerine rağmen dünyada emeklilik fonlarının toplam büyüklüğünün 2020 yılına kadar yüzde 66 oranında artarak, 36 Trilyon Euro'ya ulaşacağını ortaya koymaktadır. Bu artış, yıllık yüzde 4,7 büyüme anlamına gelmektedir ve bu beklenti bölgelere göre önemli farklılıklar gösterecektir. Araştırma sonuçlarına göre emeklilik fonlarındaki en hızlı büyüme Asya, Orta ve Doğu

Avrupa'daki gelişmekte olan piyasalarda beklenmektedir. Bu ülkelerdeki emeklilik fonlarının yıllık yüzde 15'in üzerinde büyüyeceği tahmin edilmektedir.

Türkiye'deki emeklilik fonlarının sekiz yıllık geçmişine bakıldığında, performansın tatmin edici düzeyde olduğu görülmektedir. 2020 yılında Türkiye'deki emeklilik fonlarının yıllık ortalama yüzde 26'lık büyümeye 115 Milyar TL seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Türkiye'nin emeklilik fonlarının büyüme oranı dünya ortalamasından yüksek olacaktır ve yeni müşterileri ihtiyaçlarını hızlı bir şekilde belirleyip, ürün ve hizmetlerini bunlara cevap verecek şekilde planlayan sigorta şirketleri, emeklilik fon artışından da en büyük paya sahip olacaklardır.

Bireysel Emeklilik Sistemi'nin büyümesine etki edecek en önemli faktörlerden biri de işverenlerin katkısıdır. İşverenlere, çalışan bağlılığı yaratmak, motivasyon ve memnuniyeti arttırmak açısından da önemli bir katkı sağlayan BES sözleşmeleri, sistemi büyütecek etkenler arasında yer almaktadır.

A'dan Z'ye sigorta ihtiyaçlarına çözümler sunmak amacıyla çalışmalar sürdüren Allianz, bireylerin yaşamları boyunca, farklı yaş evrelerindeki ihtiyaçlarını karşılamak üzere ürünler geliştirmektedir. Bu doğrultuda yılsonuna kadar, farklı ihtiyaçlara yanıt verecek yeni ve yenilenen ürünlerin yanı sıra acil ambulans, psikolojik ve tıbbi danışmanlık, sağlık ve yaşam koçluğu, mobil check-up ve ikinci sağlık görüşü gibi kişiye özel asistans hizmeti sunmayı da planlamaktadır. Böylelikle sigortalılarının her ihtiyacında yanbaşında yer alan Allianz, yeni sunacağı Bireysel Emeklilik Sigortası paketlerini de yılsonuna kadar lanse edecektir.



HONG KONG YATIRIM FONLARI BİRLİĞİ

Asya'nın en büyük varlık yönetim merkezi Hong Kong gelişmiş altyapısıyla, bölgeye yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcılara giriş kapısı olma avantajını kullanıyor

Kurumsal Yatırımcı - Asya'nın önde gelen yatırım fonu piyasalarından biri olarak bize Hong Kong piyasasındaki büyümenin arkasındaki etkenleri anlatabilir misiniz? Ayrıca net tasarruf, fonlardaki toplam varlıklar ve sektörünüzdeki yaygınlık konusunda güncel istatistikleri de bizimle paylaşır mısınız?

Sally Wong - Finansal hizmetler sektörü, Hong Kong ekonomisinin belli başlı sacayaklarından biridir.

2010 yılında bu sektör Hong Kong'un GSYH'sine yüzde 15'in üzerinde katkı yaparken, toplam istihdamın yüzde 5,8'i de yine bu sektörde gerçekleşti.

Hong Kong borsası, 2010 Aralık sonu itibariyle 2,7 trilyon doların üzerindeki piyasa değeri ile Asya borsaları arasında en büyüklerdendir. Hong Kong, Çin anakarasındaki kuruluşlar için en büyük uluslararası sermaye kaynağı. 1993'ten bu yana Hong Kong üzerinden 381 milyar doların üzerinde sermaye sağladılar. Hong Kong ayrıca dün-

yanın en büyük türev varant piyasası konumundadır.

Asya'nın merkezinde yer alan Hong Kong kıtanın en büyük varlık yönetim merkezi. Kentte 300'den fazla fon yönetim şirketi üslenmiş durumda ve bu bölgedeki en geniş uluslararası fon yöneticileri varlığını oluşturuyor. 2010 sonu itibariyle Hong Kong'daki toplam fon yönetim hacmi 1.29 trilyon dolara ulaştı. Sektörün başarısının ardındaki etkenler şöyle sıralanabilir: hukukun üstünlüğü ve bağımsız yargı, serbest bilgi akışı, basit ve düşük



Sally Wong Chi Ming, CEO
Hong Kong Yatırım Fonları Birliği (HKIFA)

vergi rejimi, döviz işlemlerinde kısıtlama olmaması ve gelişmiş altyapı.

Öte yandan Çin anakarasına coğrafi yakınlığımız ve benzersiz ilişkimiz Hong Kong'un önde gelen bir fon yönetim merkezi olmasında hayati öneme sahip. Bütün bunların yanında sektör için yasal çerçeve oldukça güçlü, pragmatik ve en iyi uluslararası uygulamalar paralelin-

dedir. Hong Kong, offshore fonların dağıtımını kolaylaştıracak açık ve pragmatik yasal düzenlemelere sahiptir. Hong Kong'ta yetkisi olan fonlar arasında aslan payı offshore fonlara ait bulunmaktadır. Offshore fonların sayısı 1.700'e ulaşmıştır. Bu, Hong Kong'ta halka dağıtım yetkisi olan fonların yüzde 90'ına denk geliyor. Bu fonlar tüm risk enstrümanları yelpazesine yayılmış geniş ürün çeşidi sunuyorlar. Ayrıca fon yönetimi değer zincirinin her aşamasında çalışabilecek insan kaynağına sahibiz.

Derin bir likidite havuzumuz var - yatırımcılar Asya piyasalarına erişebilmek ve Çin hikayesini almak amacıyla Hong Kong'a geliyorlar. Aynı zamanda Anakarta'daki yatırımcıların da dışarı açılmalarını sağlıyoruz. Bunun en iyi hayata geçirildiği alanlar Nitelikli Yerel Kurumsal Yatırımcı ("QDII") ve Nitelikli Yabancı Kurumsal Yatırımcı ("QFII") uygulamaları. Bu sayede Çin sermayesi dışarıya, dışarıdaki sermaye de Çin'e yatırım yapabiliyor. Her ikisi de Hong Kong'u daha da önemli bir fon yönetim merkezi haline getirdi ve Hong Kong bu programların en büyük kullanıcısı

durumunda bulunuyor. Hong Kong'u öne çıkaran bir başka gelişme de Anakarta'nın para birimi Renminbi'nin (Yuan) uluslararasılaştırılmasında gözlenmektedir. Hong Kong'un, Çin'in küresel finans alanındaki bir numaralı şehri olarak, bu liberalleşme sürecinde de önemli bir rolü var.

Kurumsal Yatırımcı-HKIFA, Hong Kong piyasasında yatırım fonlarının rolünü korumak ve iyileştirmek için hangi faaliyetlerde bulunuyor?

Sally Wong - Hong Kong Yatırım Fonları Birliği ("HKIFA"), Hong Kong'daki varlık yönetim sektörünü temsil eden profesyonel örgüttür. HKIFA'nın iki temel görevi var, bunlar danışmanlık ve eğitim. Danışmanlık alanında, menkul kıymetler yatırım fonları, emeklilik fonları ve benzer özellikteki diğer fonlarla ilgili düzenlemeleri ilgilendiren tüm konularda üyelerinin ve genel olarak fon yönetim sektörünün temsiliğini üstlenen ve danışmanlığını yapan kurum olarak çalışıyor.

'Lehman minibond' olayından

Yetki almış fonların sayısı ve yönettikleri varlık büyüklüğü

	Fon Sayısı	Net Aktif Değeri ("NAV") (Milyon Dolar)
	31-Mart-2011	31-Aralık-2010
Tahvil	327	360.944
Hisse Senedi	1.089	571.859
Çeşitlendirilmiş	78	43.005
Para Piyasası	44	86.854
Fonların fonu	80	7.898
Endeks	99	106.192
Garantili	36	1.287
Serbest	11	920
Diğer İhtisarlaştırılmış*	8	9.106
Toplam	1.772	1.188.065
Şemsiye Yapı	172	
Büyük Toplam	1.944	

* Vadeli işlemler ve opsiyon fonları ile kaldıraçlı fonlar.

Kaynak: Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu (SFC)



sonra Hong Kong Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu (HKSF), yasal çerçeve konusunda kapsamlı bir çalışma yaptı ve menkul kıymetler yatırım fonları dahil perakende yatırım ürünleri için çerçeveyi güçlendirmek üzere yeni şartlar getirdi. Bunlar arasında bir Ürün El Kitabı hazırlamak, Temel Bilgiler Açıklaması gibi kamuya açıklamalara ve müşteri profili çıkarma gibi, müşterilerin uygunluğunu değerlendirmeye yönelik yeni tedbirler getirmek de yer aldı. HKIFA hem düzenleyici kurumlarla, hem de dağıtıcılarla çok yakın çalışarak, doğru ve dengeli düzenlemeler yapılmasını sağlamayı amaçladı. Bir tarafta piyasanın gelişmeye devam etmesi, diğer tarafta yatırımcı güvenini yerleştiren ve yeterli korumayı sağlayan düzenlemeler olması için çalıştı.

HKIFA için Yatırımcı Eğitimi ("IE") de öncelikler arasındadır. IE girişimlerine öncülük etme yetkisi bulunan bir Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Alt Komitemiz bulunuyor. Resmi kurumlar, medya, üniversiteler ve diğer paydaş gruplarla ortak inisiyatifler geliştirmek için çalışıyoruz. 2010'da Alt Komite, bir üniversitenin öğrencilerine fon yatırımları ve fon operasyonları konusunda temel kavramları öğretmek için (atölye çalışmaları ve yarışmaların yer aldığı) bir program başlattı. Prog-

*Sektörün başarısının
ardındaki etkenler
şöyle sıralanabilir:
bukukun üstünlüğü
ve bağımsız yargı,
serbest bilgi akışı,
basit ve düşük vergi
rejimi, döviz
işlemlerinde kısıtlama
olmaması ve gelişmiş
altyapı.*

ram gayet iyi karşılandı ve bunu Hong Kong'daki diğer üniversitelerde de uygulamayı düşünüyoruz.

Kurumsal Yatırımcı-Küresel finansal krizin ardından gelişmekte olan ekonomilere yabancı fon girişi konusunda gözlemlerinizi nedir?

Sally Wong -Diğer piyasalar gibi Asya piyasaları da küresel finans krizinden etkilendi. Ancak etkinin şekli ve büyüklüğü değişkenlik gösteriyor. Asya ekonomileri krize karşı dirençli çıktı.

Küresel finans krizi muhtemelen batıdan doğuya yönelişi daha da artırdı. Son yıllarda giderek daha fazla müşteri büyüme potansiyeli nedeniyle Asya'ya, özellikle de Çin anakarasına, yöneliyor. Bölgede bu trend gelişmeye devam edecektir çünkü tasarruf oranı ve nüfusun refahı artıyor, milli servet fonları daha erişilebilir durumda, diğer kurumsal yapılar da bölgedeki varlık yönetimi sektörünün gelişmesi için zemin hazırlıyor.

Gelişmiş altyapısıyla Hong Kong, fırsatları değerlendirme konusunda iyi konumlanmış durumda. Hong Kong özellikle bölgeye yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcılara giriş kapısı hizmeti verme gibi benzersiz bir avantaja sahip. Aynı zamanda Hong Kong Anakara'daki şirketler ve yatırımcılar için de "dışarı çıkma" platformu. Şu anda onlarca Anakara merkezli varlık yönetim şirketi Hong Kong'da şube açmış durumda.

Anakara'daki finansal reformlar için de bir başlangıç noktası olan Hong Kong, başka bir önemli rol daha üstlendi: Offshore Renminbi (Rmb) merkezi. Hong Kong'da Rmb işlemleri 2004'te, mevduat, döviz ve havale gibi bireysel işlemlerle başladı. Büyük ölçüde gelişimi ise ancak son yıllarda, cesaret



verici pek çok gelişmeye bağlı olarak gerçekleşti. Yeni düzenlemelerin yarattığı fırsatlardan yararlanmak isteyen Hong Kong, Rmb akışını cezbetmek ve likidite havuzunu büyümek için girişimlerde bulundu. Bu gelişmelerle birlikte çeşitli Rmb bazlı ürünler piyasaya sürüldü: Rmb mevduat, tahvil, özel sektör bonoları, sigorta poliçeleri ve hisse senetleri.

Fonlar cephesinde ise ilk Rmb cinsi fon 2010 Ağustos'unda çıktı. Bugüne kadar, ağırlıklı olarak dim sum tahvillerine yatırım yapan, yetkili fonların sayısı yarım düzineye ulaştı. Piyasanın gelişiminin devam etmesiyle birlikte ve yatırım yapılabilecek alanlar genişledikçe, yatırımcıların taleplerini karşılayacak Rmb cinsi fonların artacağını düşünüyoruz.

Bu gelişme Anakara'nın bu yılın başlarında açıkladığı 12. Beş Yıllık Planla da uyumlu. Planda Hong Kong'un ana offshore Rmb ve fon yönetim merkezi olduğu teyit ediliyor. Anakara'da finansal reformlar derinleştikçe Anakara ile ilişkili işler pek çok fon yöneticisi açısından daha önemli hale gelecek. HKIFA ilgili kurumlarla yakın çalışıp bu inisiyatiflere öncülük ederek, sektörün fırsatları değerlendirmesine yardımcı olacaktır.

Hong Kong'ta yetkisi olan fonlar arasında aslan payı offshore fonlara ait bulunmaktadır. Offshore fonların sayısı 1.700'e ulaşmıştır. Bu, Hong Kong'ta halka dağıtım yetkisi olan fonların yüzde 90'ına denk geliyor.

Kurumsal Yatırımcı-Bize kurumsal yatırımcıların Hong Kong ekonomisindeki yeri ve öneminden de bahsedebilir misiniz?

Sally Wong - Hong Kong fon piyasasında emeklilik fonları en kilit kurumsal yatırımcılardan biri konumundadır.

Zorunlu Yardım Sandığı Programları (MPF programları) ve MPF'den muaf Mesleki Emeklilik Programları

(ORSO programları) Hong Kong'daki çalışanlar için oluşturulan ana tasarruf programlarıdır. MPF sistemi, çalışan nüfusa temel emeklilik tasarrufu sağlamak için 1 Aralık 2000'den beri yürürlüktedir. Kanun gereği muafiyeti olanlar hariç, 18 yaşın üzerinde ve 65 yaşın altındaki tüm çalışanlar MPF programına dahil olmak zorundadır. MPF çerçevesinde hem işveren hem de çalışanlar MPF'ye düzenli katkı sağlıyor. 2011 Haziran ayının sonu itibarıyla piyasada toplam 424 fonu oluşturan 41 MPF programı bulunuyor.

ORSO programları ise, MPF sisteminden önce işverenler tarafından çalışanlarına emeklilik tasarrufu sağlamak için gönüllü olarak oluşturulan emeklilik programlarıdır. Programın kuralları ve esasları bireysel olarak işverenler tarafından belirlenir. Bazı işverenler, çalışanlarının MPF muafiyeti sağlayan ORSO programlarını sürdürüyor, böylece çalışanlarına bir MPF'ye katılma veya mevcut ORSO programında kalma arasında seçim hakkı veriyor.

2011 Haziran sonu itibarıyla MPF ve ORSO'nun toplam varlıkları sırasıyla 384.47 milyar Hong Kong Doları ve 248.19 milyar Hong Kong Doları seviyesindeydi.

FON DÜNYASINDAN HABERLER



Türev araçlar kullanan Borsa Yatırım Fonları mercek altında!

Eylül ayı içinde UBS'in açıkladığı 2 milyar dolarlık zararın borsa yatırım fonu (BYF) ve türev işlemlerinden kaynaklandığını açıklaması sonrasında, Avrupa'da son zamanlarda bu alanda dikkat çeken eleştiriler yeniden alevlendi. Özellikle, öndegelen fon yönetimi şirketlerinden BlackRock'un BYF sektöründe bazı düzenlemeler yapılması gerektiği yönündeki eleştirileri bu yöndeki çalışmaları hızlandıracığa benziyor.

Avrupa'da, toplam büyüklüğü 321 milyar doları aşan toplam 1185 BYF bulunuyor. Yaklaşık 40 adet şirket tarafından kurulan bu BYF'ler 23 farklı borsada işlem görmekte. 1993 yılında State Street Investors'ın çıkardığı ilk BYF olan SPDR'lerden bu yana bu yatırım aracının popülaritesi artarken, çok sayıda farklı ve karmaşık yeni türleri ortaya çıktı.

Son yıllarda geleneksel yatırım

araçlarının düşük getiriler sağladığı ortamlarda, farklı alanlara yatırım yaparak portföy çeşitlendirmesi arayan yatırımcılar için BYF adeta biçilmiş kaftandı. Bunun yanı sıra türev araçlar kullanılarak oluşturulan BYF ise, düşük maliyetli yatırımlar ile yüksek getiriler vadederken, bireysel yatırımcıların net olarak hesaplayamayacağı karşı taraf ve teminat riski gibi farklı riskler oluşturmaya başladılar.

İngiltere'de BYF sektörünün büyüklüğü 75 milyar doları aşarken, ülkenin finansal sektörü düzenleyen otoritesi FSA Şubat 2011 tarihinde yayınladığı bir raporda, sektörde türev araçlar kullanan fonların hızla geliştiğine dikkat çekerek, Borsa Yatırım Fonlarının "karmaşık" ve "basit" olarak iki gruba ayrılmasını önermişti. BlackRock buna itiraz ederken, Datamonitor grubu kesinlikle destekleyerek, daha da ileri gidilmesini önermişti.

Bireysel yatırımcıların giderek daha

fazla ilgi duyduğu bu üründe çeşitlendirme, şeffaflık ve esneklik gibi özelliklere önem verirken, türev araçlar kullanan BYF'ler gittikçe karmaşıklaşarak yeni bir yanlış pazarlama kazası yaratma riskini oluşturuyor.

Çok sayıda ülkede BYF'ler alanında ortaya çıkan bu gelişmelere karşı önlem arayışları izlenmekte. ABD'de piyasa düzenleyici kuruluşlar "sentetik" BYF'lere sıcak bakmadıklarını ifade ediyorlar, ve 8 Eylül 2011'de ABD Sermaye Piyasaları Kurulu SEC'in yayınladığı yeni bir düzenleme ile türev araçlar kullanan BYF'lere vergi avantajı sağlamayacaklarının altını çizdiler. Hong Kong Sermaye Piyasaları ve Vadeli İşlemler Kurulu (HKSF) Kasım 2010'da getirdiği bir düzenleme ile tüm türev araç kullanan BYF'lerin isimlerinde "X" ibaresi konulmasını kabul etti. İngiltere'de ise FSA'nın kısa vadede aşırı kısıtlayıcı önlemler getirmesi beklenmese de, söz konusu BYF'lerin yalnızca "nitelikli yatırımcılara" satılması gibi görüşler tartışılıyor.

İngiltere ve Avrupa'da fon yönetimi ücretleri yükselmiş

Araştırma şirketi Lipper'in yaptığı son çalışmaya göre, İngiltere ve Avrupa'da yatırım fonlarının yönetim ücretleri son 10 yılda yükselme kaydetmiş.

Çalışmaya göre, son 10 yılda yönetim ücretlerini değiştiren 196 yatırım fonunun %80'i bunu yükseltme yönünde yaptı. Bunlar arasında yer alan 132 adet aktif yönetilen fonda bu oran %90 yükseltme şeklinde iken, ortalama yönetim ücreti artışı 30 baz puan olarak ifade ediliyor.

Aynı tablo Avrupa'da Lüksemburg ve İrlanda'da kurulu ve Avrupa Topluluğu içinde satılabilen fonlarda da görülmekte. Son 10 yılda fon yönetim ücretini değiştiren 1549 fonun %70'i bunu yukarı doğru çekme şeklinde yaptı. Yine aktif yönetilen 784 fonda bu oran %80 iken ortalama fon yönetimi ücreti artışı 28 baz puan olarak gerçekleşmiş.

Aynı raporda, fon kurucularının ölçek ekonomisi ile elde edilen kazanımları fon yatırımcıları lehine kullanamadıklarının altı çiziliyor. Lipper'da sözkonusu çalışmayı yapan Ed Moisson, 'fon yöneticileri yatırımcılarının çıkarlarını ön planda tutsalardı, ABD'de olduğu gibi fonlar belli büyüklüklere ulaştığında yönetim ücretlerini aşağı çekerek,

ölçek ekonomisinin getirdiği avantajları yatırımcıları ile paylaşırlardı' şeklinde yorumluyor. Avrupa'daki yatırım fonları ABD'dekilere göre daha küçük ölçekli olsa da, araştırmacılar tarafından yine de fon yönetim ücretlerinin aşağı çekilebilmesi için yeterli imkanlar olduğu ileri sürülmekte.

Avrupa'da fon yönetim ücretlerinin yükselmesine başlıca neden olarak dağıtım kanallarının artan maliyetleri, İngiltere'de olduğu gibi fon satış platformlarının hızla gelişmesi ve daha yüksek ücretleme yapan uzmanlaşmış fonlara yönelik talep gösteriliyor. Moisson'un saptamalarına göre, hisse senetlerinin başarısız olduğu dönemlerde fon kurucuları yönetim ücretlerini indirmek yerine "serbest" fonlar ve "alternatif fonlar" gibi farklı ve yüksek yönetim ücretli ürünleri piyasaya sundular. Bu nedenlerle, söz konusu raporda uzmanlar "bizim fon yönetim ücretlerinde düşüş yönündeki beklentilerimiz son yıllarda gerçekleşemedi" şeklinde görüşlerini ifade ediyorlar.

Fon giderleri konusuna hassasiyetle yaklaşan bir kurum olan Schroders'dan Alan Brown, 'düşük getiriler ve yüksek yönetim ücretleri bize bu işi kaybettirir' demekte. Kendilerinin son 10 yılda çıkardıkları hiçbir fonun yönetim ücretlerini da-

ha sonra yükseltmediklerini ifade ederken, özellikle düşük getirili dönemlerde fon giderleri konusunda çok hassas olmak gerektiğini belirtiyor.

Bu konularda olumlu adım atan gruplar da yok değil. Fidelity International, JP Morgan Asset Management ve Schroders, aktif yönetilen düşük yönetim ücretli fonlar konusunda çeşitli girişimlerde bulundular. Örneğin JP Morgan, Şubat ayında UK Active 350 Fonu'nu , UK Active Index Plus Fund şeklinde yeniden isimlendirerek yıllık yönetim ücretini %0.12 olarak saptarken, toplam gider oranına da %0.55 ile tavan getirdi. Yine Schroders'in Mart ayında halka arz ettiği UK Core Fund'da da yıllık toplam gider oranının tavanı %0.40 olarak saptandı.



Ed Moisson, Lipper

Yatırımcılara riski anlatmak zor!

Yatırımcılara, fonları sevdirebilmek ve farklı türleri daha anlaşılabilir kılmak için basit sınıflandırma ve isimlendirme çalışmalarını İngiltere’de de yapılmaktaydı. Buna göre, İngiliz Fon Yönetimi sektörünün temsilcisi Investment Management Association (IMA), Şubat ayında getirdiği bir öneri ile yatırım fonlarını daha anlaşılır kılmak için A, B ve C sınıflarına ayırmayı önermişti. Buna göre “ihtiyatlı” fonlar C (cautious), “dengeli fonlar” B (balanced) ve “aktif yönetilen fonlar” A (active management) şeklinde isimlendirildiğinde, yatırımcılar tarafından daha kolay algılanabileceği düşünülüyordu. Ayrıca, bir de D grubu fonlar ile yeni bir kategori açılması planlanmaktaydı.

Ancak uzmanların çoğunluğunun görüşü, fonları bu şekilde genel kategoriler içine alma durumunda ortaya çıkacak olan problemin bunların çok çeşitli stratejileri tanımlamada yetersiz kalacağı yönünde. Örneğin,

yatırımcıların “ihtiyatlı” etiketinden “ana para korumalı” fonları veya aşağı yönlü çok az riskli fonları anlayabilecekleri, ancak yüzde 60 hisse senedi taşıyan fonları aynı şekilde ihtiyatlı görmeyecekleri ileri sürülüyor. Financial Times’ın yaptığı çalışmaya göre Bağımsız Finansal danışmanların yüzde 90’ı yatırımcıların “ihtiyatlı” isimlendirmesi ile yanlış yönlendirileceğini ve birçok yatırımcının aldıkları riski tam olarak değerlendiremeyebileceğinin altını çiziyor.

İngiliz Sigortacılar Birliği, “ihtiyatlı” ve “dengeli” deyimlerini kullanmayarak, onların yerine “karma yatırımlar” (mixed investments) isimlendirmesini tercih etti ve risk sınırlandırmasını azami hisse senedine limit koyarak yaptı: Buna göre karma yatırımlarda hisse senedi oranı %20-60 arasında olabilecek.

BlackRock’un İngiltere Bölüm başkanı Tony Stenning ise sınıflandırmaların yalnızca hisse senedi oranlarına bakarak değil de, fonların strate-



Investment Management Association, UK

jilerinin içerdiği “oyunluk” düzeyine bakarak yapılması gerektiğini ileri sürdü. Buna göre kendilerinin “yüksek”, “ılımlı” ve “düşük” karma varlıklar olarak isimlendirmeyi daha uygun bulduklarını söyledi. Fidelity de konuya ilişkin, portföylerin aşağı yönlü risklerini gösterme amacıyla “riskli varlıklar” ifadesini tercih ettiklerini söyledi.

Tüm bu tartışmalar arasında, henüz hiç bir firma kendi fonlarının isimlerini değiştirmeyi planladığını açıklamadı. Buna karşın ismi ne olursa olsun “ihtiyatlı fonlar” sektörü yatırımcılar arasında en popüler fon türü olarak yıl başından bu yana 2.2 milyar sterlin para çekmeyi başardı.

Columbia Üniversitesi Vakfı “1” numarada

Columbia Üniversitesi Vakfı fonlarının son bir yıllık mali dönemde %24 getiri ile Ivy League denilen ABD’nin önde gelen elit üniversiteleri arasında Harvard ve Yale’i de geçerek bir numaraya oturduğu açıklandı. Columbia Üniversitesi Vakfı Sandığı varlıklarının 30 Haziran itibarıyla 7.8 milyar dolar olduğu belirtiliyor.

Lehman Brothers krizi ile 2008 yılın-

da zarara giren söz konusu vakıfların son iki yıl ardarda kar ettikleri belirtiliyor. New Haven, Connecticut’taki Yale Üniversitesi’nin 19.4 milyar dolarlık varlıkları geçen yıl aynı dönemde %22 değer kazandı. Dünyanın en zengin üniversitesi olan 32 milyar dolarlık varlığa sahip Harvard Üniversitesi’nin de %21 performans sağladığı bildiriliyor.

Haziran 30 itibarıyla biten son 10 yıl-

lık dönemler karşılaştırıldığında, Columbia’nın yatırımları yıllık ortalama %9.9 getiri sağlarken, Yale %10.1 ile Ivy League üniversitelerinin en başarılısı durumunda bulunuyor, Harvard ise aynı dönemde ortalama %9.4 kazanmış.

Ivy League denilen ABD’nin önde gelen sekiz özel okulunun hepsi ülkenin kuzey doğusunda bulunuyor.

Emeklilik Fonlarının seçeneği ne?

Sabit getirili yatırım araçları ile yeterince performans sağlayamayan Avrupa'daki emeklilik fonlarının alternatif olarak farklı yatırım alanlarına yöneldikleri düşünülüyordu. Ancak UBS'in yaptığı son araştırma emeklilik fonlarının altın, hedge fonlar, girişim sermayesi yatırımları ve BYF'ler gibi son yılların popüler yatırım araçlarından uzak durduğunu ortaya koyuyor.

Emeklilik fonlarının içinde 1992 yılında yüzde 85 olan hisse senetlerinin payı bugün yüzde 45 düzeyine gerilemiş bulunuyor. Aynı şekilde, 1989 yılında yüzde 10'un altına gerileyen sabit getirili yatırım araçlarının oranı da yüzde 40 oranına yaklaştı. Ancak devlet tahvillerinin gerileyen reel getirileri emeklilik sistemlerinin fonlama hesaplamalarını ciddi şekilde kötüleştiriyor.

"Emeklilik Fonları Ne Yapıyor?" başlığı ile UBS Investment Research ve Jeremy Dell'in emeklilik danışmanı olduğu Lane Clark&Peacock tarafından hazırlanarak, Ekim başlarında yayınlanan ve emeklilik fonlarının izlediği stratejileri inceleyen araştırmada, söz konusu fonların yıllık ortalama yüzde 3-4 reel getiriye ihtiyaçları olduğu vurgulanıyor. Ancak, reel verimleri yüzde 0.06'ya kadar gerileyen

bonolar fon yöneticilerini diğer seçeneklere yönelmeye zorluyor.

Dell, raporu hazırlamak için Avrupa'nın önde gelen emeklilik fonları yöneticileri ile birkaç hafta varlık dağılımı ve risk yönetimi yaklaşımları üzerine değerlendirmeler yapmış. Buna göre emeklilik fonları, altın, hedge fon, girişim sermayesi ve BYF'lere yatırım yapmaktan kaçınıyorlar. Hatta, Eylül ayına kadar ciddi bir ralli yapan altına bile soğuk bakıyorlar; zira altın belli bir gelir sağlayan bir yatırım aracından ziyade belli bir değer saklama vasıtası olarak görülüyor.

Bunun dışında hedge fonlara yüksek yönetim ücretlerinin karşılığında yeterince performans sağlamadığı için sıcak bakılmıyor. Girişim sermayesi alanı ise likit olmayan yapısından ötürü pek rağbet görmemekte. Borsa Yatırım Fonları ise, emeklilik fonları tarafından fazlaca kullanılmıyor.

Emeklilik fonlarının son yıllarda ilgi gösterdiği ve yatırımlarını yönlendirdiği başlıca alanlar, gelişmekte olan ülkelerin hisse senetleri, gelişmekte olan ülkelerin karma fonları, çeşitlendirilmiş mutlak getirili fonlar ve swaplar olarak özetleniyor. Basında yer alan bazı haberlere göre, çok sayıda emeklilik fonu pa-



Jeremy Dell
Lane Clark & Peacock

ralarını hedge fonlardan mutlak getirili fonlara kaydırıyorlar. Sektörün en çok ilgi gösterdiği yeni yatırım seçeneği olarak mutlak getirili fonlar gösteriliyor.

Ancak bu hedge fonlardan uzaklaşma konusunda herkes aynı fikirde değil. Washington merkezli danışmanlık şirketi ESC Company'nin ekonomistlerinden Dr. Everett Ehrlich, emeklilik fonlarının yüzde 10 oranında hedge fonlara yatırım yaparak, yıllık getirilerini 13.7 milyar dolar artırebileceklerini ileri sürüyor.

Yatırım dünyasının tuzaklarına düşmemek için...

Wall Street'te 80 milyar doları yöneten Oaktree Capital Management'in ortaklarından ve başkanı Howard Marks, piyasa fırsatları ve riskleri konusunda bilgi dolu değerlendirmeleri ile bilinir. Yatırım yönetimi işinde en üst seviyelerde yaklaşık 40 yıl geçirdikten sonra, dünyanın önde gelen değer yatırımcıları tarafından görüşleri aranan bir "usta" oldu.

Müşterilerine yolladığı, zaman testinden geçmiş bültenleri de temel yatırım felsefesi ve bilgi içeren yorumları ile bir klasik oldu. Wall Street Journal'dan Peer Lattman'ın dediği gibi, Howard Marks'ın yazıları, Warren Buffett'ın yıllık bilançolarda Berkshire Hathaway hissedarlarına yazdığı mektuplara benzer bir şekilde, çok yüksek bir beklenti oluşturmaya başladı.

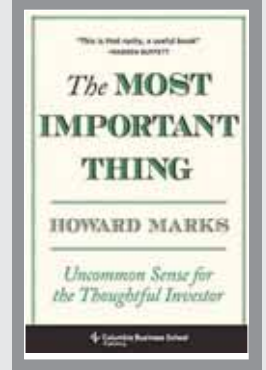
Zaten Warren Buffett da, "E-postalarım arasında Howard Marks'ın yazısını gördüğümde, ilk olarak onu açarım. Her zaman bir şeyler öğrenirim. Kitabıyla öğreneceğim şeyler ikiye katlanacak" diyor.

Howard Marks'ın yeni kitabının adı: "En Önemli Şey, Düşünceli Yatırımcı İçin Sıradışı Duygu (The

Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor). Marks yaşam boyu deneyim ve çalışmalarını sergilediği kitabında, yatırım felsefesinin gelişimini ayrıntılarıyla anlatırken, finans dünyasının aşırı dalgalı piyasalarında yatırımın karmaşıklığını da ele alıyor.

Ayrıca fiyat/değer ilişkisi, sabırlı fırsatçılık, savunmacı yatırımcılık konularında da yatırımcıyı bilgilendirirken, kendi kararları ve kimi zaman da yanlış adımları konusunda açık ve dürüst anlatımlarda bulunuyor. Böylece yatırımcıya karar verme, risk alma ve yatırım stratejisi oluşturma yönünde çok önemli bilgiler veriyor. Örneğin, kitabın 91. sayfasında yer alan şu cümle: "Birçok yatırımcıyı tanımlamak için tek bir tabir var: trend takipçileri. Oysa üstün yatırımcılar tam tersidir."

Vanguard Group'un kurucusu ve eski CEO'su John C. Bogle, bu kitap ile Howard Marks'ın ortaya koyduğu yüksek standarda pek az yatırım kitabının ulaşabileceğini ifade ediyor. Tarihsel bir perspektife sahip, akıllı ve akıcı bir kitap okumak isteyenlerin muhakkak edinmesi gerektiğini söylüyor.



The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor

Howard Marks

Columbia University Press, Mayıs 2011, 200 sayfa.

Ekonomiye felsefeyi yeniden eklemek...

Tomas Sedlacek, Çek Cumhuriyeti'nde Ulusal Ekonomik Konseyin bir üyesi ve Doğu Bloku'nun yıkılmasından ilk cumhurbaşkanı Vaclav Havel'in danışmanlığını yaptı. Yale Economic Review, Sedlacek'i "Genç Tüfekler"den biri ya da ekonominin beş sıcak adından biri olarak tanımlıyor.

Kitabı; "İyi ve Kötünün Ekonomisi: Gilgamesh'tan Wall Street'e Ekonominin Anlamını Arayış" (Economics of Good and Evil: The Quest for Economic Meaning from Gilgamesh to Wall Street) ülkesi Çek Cumhuriyeti'nde en çok satanlar arasına girdi, ayrıca oyunlaştırılarak sahneye kondu. İngilizceye çevrilen kitap, Washington Post tarafından kesinlikle okunması gereken beş ekonomi kitabı arasında seçildi.

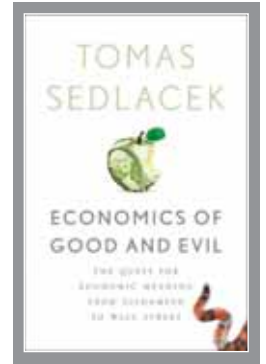
Önsözünü Vaclav Havel'in yazdığı Economics of Good and Evil, birçok yorumcu tarafından oldukça radikal ve provokatif olarak nitelendiriliyor. Ekonomi konusunda birçok varsayıma meydan okuyan Sedlacek, Gilgamesh Destanı, Tevrat, Antik Yunan Felsefesi, İncil gibi eski metinlerde iz sürerek tarihte ekonomi düşüncesinin oluşumunu inceliyor.

Ardından Batı Düşüncesinin yükselişi ile birlikte ekonomi kavramının nasıl oluştuğunu ve Adam

Smith'ten günümüze kadar geçirdiği evrimi anlatıyor. Ekonomiye felsefeyi yeniden ekleme çabası Sedlacek'e göre, ekonomi sadece dünyayı tanımlamıyor, kurallara dayalı bazı standartlar oluşturuyor. Tüketici ekonomisini irdeliyor ve ekonomihikah tartışmasına girerek, ideal koşulları tanımlıyor. Sedlacek, "Ekonomi, değer sisteminin kılık değişmesinden başka bir şey değildir" diyor.

Yazar, içtiğimiz Starbucks kahvenin ardındaki felsefeyi, niçin satın aldığımızı araştırıyor. Diyor ki; "Her gün satın aldığımız birçok mal, markasına ve temsil ettikleri sözde felsefeye göre fiyatlandırılıyor. Fiyatın yüzde 90'ı ve belki de daha fazlası ideoloji, efsane, hikaye, imaj oluşturma, vesaire vesaire'dir. Kahvenin kendisi ile, satın alırken ve içerkenki algılarımız arasında büyük bir uçurum vardır."

Sedlacek, Chuck Palahniuk'un "Dövüş Kulübü" kitabından da söz ederek, burada ana karakterlerden birinin diğerine; "Nefret ettiğimiz işlerde çalışıyoruz, o zaman ihtiyacımız olmayan şeyleri satın alabiliriz" dediğini hatırlatıyor. Yazar bir adım ileri giderek; ihtiyacımız olmayan şeyleri sahibi olmadığımız para ile satın aldığımızı ve finans krizinin bu yüzden patlak verdiğini ifade ediyor.

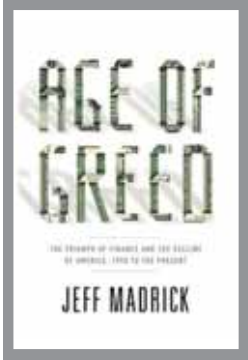


Economics of Good and Evil: The Quest for Economic Meaning from Gilgamesh to Wall Street

Tomas Sedlacek

Oxford University Press, Temmuz 2011, 368 sayfa.

Doyumsuz hırs ve yolsuzluk, finansı nasıl bu hale getirdi?



Age of Greed: The Triumph of Finance and the Decline of America, 1970 to the Present

Jeff Madrick

Knopf, Mayıs 2011,
480 sayfa.

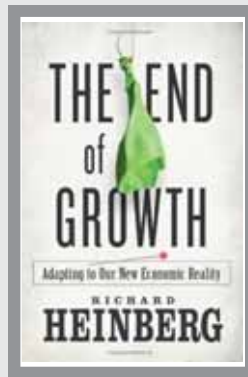
Bu kitap, aslında birbiriyle bağlantılı ve uyumlu olaylar serisi olduğunu anlayamadığımız çok büyük ve önemli tarihi gelişmeleri, ayrıntılı ve akıcı bir şekilde anlatıyor. Anlatılan ise; 1970'lerden bu güne finans tarihi...

Eski bir gazeteci ve New York Times'ın ekonomi yazarı olan Jeff Madrick'in yeni kitabı: "Hırs Çağı: Finansın Zaferi ve Amerika'nın Çöküşü, 1970'lerden Bugüne" (Age of Greed: The Triumph of Finance and the Decline of America, 1970 to the Present) finans çevrelerinde heyecanla karşılandı. Kitap, özet olarak son 40 yılda aşırı hırsın Amerika'nın ekonomik hastalıklarını nasıl kötüleştirdiğini anlatıyor. Finansçıların, bankacıların, brokerların, serbest piyasa filozoflarının, hükümet yetkililerinin ve hedge fon yöneticilerinin Amerika'yı 2008 ekonomik felaketine adım adım nasıl taşıdığını yazıyor. Yorumcular, "herede olduğumuzu, buraya nasıl geldiğimizi ve olası sonuçların ne olacağını merak edenler bu kitabı okumalı" diye öneride bulunuyor.

"Age of Greed" Amerikan finans tarihinin kahramanlarının resmi geçidi gibi... Konu başlıkları da bu kahramanlarla bezenmiş: Milton Friedman, Ivan Boesky, Ted Turner, Sam Walton, Paul Volcker, Michael Milken, Alan Greenspan, George Soros, Sandy Weill... William Randolph Hearst'ün yaşamı üzerine "The Chief" adında bir kitap yazan David Nasaw'ın dediği gibi; "Kitabın her bir bölümü ayrı ayrı harika... Böyle mükemmel parçaların bir araya gelmesiyle oluşan bu kitap Madrick'in dehasını ortaya koyuyor."

Paul Krugman ve Robin Wells, kitap hakkında The New York Review of Books'a yazdığı makede, ikiyüzlülük, yolsuzluk ve doyumsuz hırsın büyüleyici ayrıntı dolu öyküsü olarak nitelendirdikleri kitabın, Amerikan finans sektörünün nasıl bu zor duruma düştüğünü anlattığını ifade ediyor. Washington Post'tan David Greenberg ise, "Hırs Çağı, güçlü adamların, çirkin kavgaların, ünlü skandalların, yükseliş ve düşüşlerin mercek altına alındığı çok önemli bir çalışma," diye yazdı.

Kaynaklar tükendi, büyümede sona gelindi



The End of Growth: Adapting to Our New Economic Reality

Richard Heinberg

New Society Publishers,
Ağustos 2011, 336 sayfa.

İşsizliğin hala yüksek noktalarda olmasına, gayrimenkul fiyatlarının çökmesine, hükümetlerin rekor açıklar vermesine rağmen ekonomistler ekonomik canlanmanın ufukta olduğunu savunuyor. Ancak Richard Heinberg'e göre, büyümenin ulaşabileceği sınırlar için çanlar çaldı. Yani, küresel büyümede en üst noktaya gelindi. Richard Heinberg, "Büyümenin Sonu. Yeni Ekonomik Gerçeğimize Uyum Sağlamak" (The End of Growth: Adapting to Our New Economic Reality) adlı kitabında insanlığın ekonomik tarihinde temel dönüm noktasına ulaştığını savunuyor. Heinberg'e göre, sanayi uygarlığının yayılmacı stratejisi doğal kaynakların sınıra ulaşmasıyla çökme aşamasında.

Petrol piyasasında, üretimin tepe noktasına ulaşıldığını niteleyen "peak oil" diye bir kavram vardır. Üretimin en fazla olduğu durumu, yani yeraltında bulunan petrol miktarından bağımsız olarak, petrol üretiminde ulaşılan tepe noktasını ve daha fazla üretimin mümkün olmadığı noktayı gösteren bir terimdir. Günümüzde bu seviyeye ulaşıldığını ve bundan sonra üretimde bir ar-

tış olmayacağını, üretim seviyesinin giderek azalacağını savunan pek çok bilim adamı bulunmaktadır.

Heinberg, sadece petrolde değil suda ve gıdada da tepe noktasına ulaşıldığını, bu durumun büyümenin sonunu getireceğini, büyümeden küresel ilerlemenin sağlanacağı yeni bir dönemin başlangıcında olduğumuzu savunuyor. Heinberg'e göre, büyümede sona gelinmesinin tek nedeni doğal kaynakların kullanımında zirve noktasına ulaşılması değil, çevrenin harap olması ve borç dağları da diğer önemli faktörler. Heinberg'e göre, ulaşılması bir hayli zor olan gayrisafi yurtiçi hasılatları büyütme hedefinden ziyade, bu geçiş döneminde insanlığın ve çevrenin daha iyi olması için yöntemler belirlersen, işler daha iyiye gidecek.

Earth Policy Institute'un kurucusu Lester Brown, ana akım ekonomistlerin şimdiye dek çevre limitlerini görmezden geldiğini ancak Heinberg haklı ise, bundan sonra anlatacak çok şeyleri olduğunu ifade ediyor.

UCITS Pazarında Trendler

Net satışlar

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) 2011 yılı ikinci çeyrek verilerine göre, UCITS fonlarında toplam net para girişi 18 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. 2011 yılı ilk çeyrekte 30 milyar Euro net para girişi olmuştu. Bu dönem para girişinin düşmesi, para piyasası fonlarındaki çıkışın 9 milyar Euro'dan 30 milyar Euro'ya çıkmasından kaynaklandı. Diğer fonlarda ise para girişleri az miktarda da olsa artmaya devam etti.

Yılın ikinci çeyreğinde en fazla para girişi 23 milyar Euro ile dengeli/karma fonlarda görülmüştür. Bu fonları bono ve hisse fonları sırasıyla 10 milyar Euro ve 8 milyar

Euro ile takip etmiştir. Aynı dönemde para çıkışı sadece 30 milyar Euro ile para piyasası fonlarında görülmüştür. Para piyasası fonlarındaki para çıkışı 2009 yılı ikinci çeyrekte bu yana devam etmektedir.

İkinci çeyrekte 11 üye ülke net para girişi açıklamıştır. Açıklanan verilerine göre, ülkeler bazında 1 milyar Euro üzerinde net para girişi olan ülkeler sırasıyla; İrlanda (26 milyar Euro), Lüksemburg (8 milyar Euro), İngiltere (8 milyar Euro), İsviçre (6 milyar Euro), Hollanda (2 milyar Euro) ve İsveç (1 milyar Euro)'tir. Aynı dönemde para piyasası fonlarındaki para çıkışının etkisiyle Fransa'da 23 milyar Euro para çıkışı gerçekleşmiştir.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

2011 yılının ikinci çeyreğinde, para piyasası fonları net aktif değeri %3.0'lük düşüşle 1,107 milyar Euro seviyesine gerilemiştir.

Para piyasası fonlarındaki düşüşü %1,2 ile hisse fonları

(2,087 milyar Euro) takip etmektedir. Aynı dönemde dengeli/karma fonları %4,9 ve bono fonları da %1,5 seviyelerinde artarak sırasıyla 989 milyar Euro ve 1,404 milyar Euro'ya ulaşmışlardır.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı						
UCITS türleri	30/06/2011		31/03/2011 göre değişim		31/12/2011 göre değişim	
	EUR m	Pay	EUR m	Pay ⁽¹⁾	EUR m	Pay ⁽²⁾
Hisse	2,087	35%	-26	-1.2%	-62	-2.9%
Dengeli	989	17%	46	4.9%	69	7.5%
Toplam Hisse ve Dengeli	3,076	52%	20	0.7%	7	0.2%
Tahvil	1,404	24%	21	1.5%	10	0.7%
Para Piyasası	1,107	19%	-34	-3.0%	-64	-5.5%
Fonların Fonu ⁽³⁾	91	2%	1	1.1%	-9	-9.0%
Diğer	273	5%	-6	-2.1%	-2	-0.7%
TOPLAM	5,921	100%	-29	-0.5%	-87	-1.4%
(Garantili Fonlar)	188	3%	-2	-0.8%	-2	-0.8%

(1) Mart 2011 sonu - Haziran 2011 sonu, (2) Aralık 2010 sonu - Haziran 2011 sonu, (3) Varlık artışı İsviçre'ki fon sayısı artışından kaynaklanmaktadır.

Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

EFAMA'nın yayınladığı 2011 yılı ikinci çeyrek istatistiklerine göre, Avrupa Yatırım Fonları Sektörü'nde yatırım fonları büyüklüğü yaklaşık %0,1 oranında azalarak 8,11 trilyon Euro'dan 8,10 trilyon Euro'ya gerilemiştir. Buna göre, net aktif değer UCITS'lerde %0,5 düşüşle 5,92 trilyon Euro'ya gerilerken, non-UCITS'ler %1,0'lik artışla 2,18 trilyon Euro'ya yükseldi.

2011 yılı ilk yarısında ise, net aktif değer UCITS'lerde %1,4

seviyesine gerilerken, non-UCITS'lerde %2,2'lik artış göstermiştir. Buna göre, Avrupa Yatırım Fonları Sektörü de %0,5 küçülmüştür. 2011 yılı Haziran ayı itibarıyla, toplam yatırımlar içerisinde UCITS'lerin payı 5,92 trilyon Euro ile %73 seviyesinde, non-UCITS'lerin payı da 2,18 trilyon Euro ile %27 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Aynı dönemde UCITS fon sayısı 36,733, non-UCITS fon sayısı ise 17,260'a ulaşmıştır.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

Üye Ülkeler	30/06/2011		31/03/2011		31/12/2010	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim ⁽¹⁾	EUR m	% değişim ⁽²⁾
Avusturya	145,027	1.8%	146,361	-0.9%	147,245	-1.5%
Belçika	93,854	1.2%	94,549	-0.7%	97,229	-3.5%
Bulgaristan	233	0.0%	243	-4.3%	229	1.6%
Çek Cumhuriyeti	4,912	0.1%	4,938	-0.5%	4,883	0.6%
Danimarka	135,986	1.7%	135,484	0.4%	135,442	0.4%
Finlandiya	60,536	0.7%	61,587	-1.7%	61,506	-1.6%
Fransa	1,476,467	18.2%	1,494,784	-1.2%	1,502,680	-1.7%
Almanya	1,140,540	14.1%	1,140,028	0.0%	1,125,277	1.4%
Yunanistan	8,170	0.1%	9,164	-10.8%	9,128	-10.5%
Macaristan	14,261	0.2%	14,387	-0.9%	13,002	9.7%
İrlanda	974,335	12.0%	953,556	2.2%	962,503	1.2%
İtalya	218,522	2.7%	225,163	-2.9%	239,210	-8.6%
Lihtenştayn	31,288	0.4%	31,280	0.0%	29,478	6.1%
Lüksemburg	2,184,999	27.0%	2,190,896	-0.3%	2,198,988	-0.6%
Hollanda	75,023	0.9%	77,197	-2.8%	78,066	-3.9%
Norveç	67,997	0.8%	67,566	0.6%	63,847	6.5%
Polonya	29,443	0.4%	29,184	0.9%	28,414	3.6%
Portekiz	24,135	0.3%	25,296	-4.6%	25,730	-6.2%
Romanya	3,324	0.0%	3,317	0.2%	2,961	12.3%
Slovakya	3,712	0.0%	3,749	-1.0%	3,763	-1.4%
Slovenya	2,116	0.0%	2,231	-5.2%	2,272	-6.9%
İspanya	169,024	2.1%	172,808	-2.2%	170,624	-0.9%
İsveç	160,822	2.0%	164,583	-2.3%	166,089	-3.2%
İsviçre ⁽³⁾	268,010	3.3%	250,408	7.0%	260,979	2.7%
Türkiye	19,698	0.2%	20,482	-3.8%	18,750	5.1%
İngiltere	791,677	9.8%	792,619	-0.1%	793,957	-0.3%
Tüm fonlar	8,104,111	100.0%	8,111,860	-0.1%	8,142,251	-0.5%
UCITS varlıkları	5,921,149	73.1%	5,949,664	-0.5%	6,007,907	-1.4%
Non varlıkları	2,182,962	26.9%	2,162,196	1.0%	2,134,343	2.3%

(1) Mart 2011 sonu - Haziran 2011 sonu, (2) Aralık 2010 sonu - Haziran 2011 sonu,

(3) Fransa, Lüksemburg, İtalya ve Almanya'da bulunan fon sepetleri hariç, bunlar diğer fonlar içerisinde bulunuyor.



Anapara garantili ve koruma amaçlı fonlar ile altın fonlarına ilgi artarak devam ediyor

2011 yılının üçüncü çeyreğinde Yunanistan'ın temerrüde düşeceği yönündeki endişeler, Avrupa Kamu Maliyesine ilişkin sorunların İtalya ve İspanya'ya yayılacağı endişeleri, AB bankalarının sıkıntıları ve ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde büyümeyle ilgili sorunların devam etmesi, küresel finans piyasalarına damgasını vuran gelişmeler olarak sıralandı. Yurtiçinde ise TCMB'nin uyguladığı para politikası, cari açık ve enflasyon verileri ile S&P'nin not artırımı yılın üçüncü çeyreğindeki en önemli gündem maddeleriydi.

Merkez bankalarının faiz indirimine tekrar geçebilecekleri yönünde güçlenen beklenti ve riskli yatırımlardan kaçış ile küresel piyasalarda sabit getirili finansal enstrümanlara artan ilginin etkisi ile gösterge tahvil faiz oranı %9'dan %8.4'e geriledi. İMKB-100 Endeksi %4.2 oranında düşerken, sepet TL karşısında %9.4 değer kazandı.

Türkiye Yatırım Fonları Piyasası'na bakıldığında ise, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde ilk yarı yıl sonuna göre %0.6'lık kısmi bir daralma yaşandığı görülüyor. 2011 başındaki hacim ile karşılaştırıldığında %0.7'lik bir gerileme gerçekleşse de, sektör 2010 yılı üçüncü çeyrek verileri ile karşılaştırıldığında %7 oranında büyüme sağlayabildi.

Yatırım Fonu piyasasındaki en büyük paya sahip olan likit fonların 2011 yılının ilk yarısında yaşadığı gerileme yılın üçüncü çeyreğinde hızlanarak devam etti ve üçüncü çeyrek içinde yaşadığı %3.3'lük düşüş ile yıl başından itibaren yaşanan kayıp %5.1'e ulaştı. 2011 üçüncü çeyrek sonu itibarıyla likit fonların hacmi 22.1 milyar TL ve yatırımcı sayısı ise 2.8 milyon seviyesinde.

Üçüncü çeyrek boyunca hisse senedi piyasasında yaşanan satış dalgası A tipi fonların hacminde %8 oranında daralmaya neden olmasına rağmen, yılbaşından bugüne %8 oranında artış dikkat çekiyor. İMKB 100 Endeksi'ndeki dönemsel değişimle yılın ilk dokuz ayı so-

Fon Türü Bazında Kırılım (%)

	2010	Mar.11	Haz.11	Eyl.11
B Tipi Likit	70,8	69,8	69,6	67,6
B Tipi Değişken+ Tahvil Bono	13,9	12,4	10,7	9,5
Anapara Garantili ve Koruma Amaçlı	7,5	8,8	10,3	12,0
B Tipi Diğer	3,0	3,5	3,9	5,8
A Tipi	4,6	5,2	5,5	5,1

nunda %9.6 değer kaybetmiş. Buna rağmen üçüncü çeyrekte A tipi fonlardaki yatırımcı sayısı %2 oranında arttı, böylece sene başından itibaren yatırımcı sayısındaki toplam artış %15'e ulaştı. 2011 üçüncü çeyrek sonu itibariyle A tipi fonların hacmi 1.7 milyar TL ve yatırımcı sayısı ise 276,000 seviyesinde.

Anapara Garantili ve Koruma Amaçlı fon pazarı, Türk yatırımcılarıyla bulunduğu 2007 yılından itibaren olan istikrarlı büyümesini sürdürüyor. Üçüncü çeyrekte sektörde gerçekleşen %16 oranında büyüme ile sene başına göre hacim artışı %57, geçtiğimiz senenin Eylül sonuna göre ise %117'ye ulaştı. 2011 üçüncü çeyrek sonu itibariyle Garantili ve Koruma Amaçlı fon pazarı hacmi 3.9 milyar TL ve yatırımcı sayısı ise 148,000 seviyesinde.

2011 yılında istikrarlı büyüme gösteren bir diğer fon türü de altın fonları oldu. 2011 üçüncü çeyrek içinde %89 oranında büyüme kaydeden altın fonları, sene başına

kıyasla yaklaşık %200'ün üzerinde artış sağlayarak toplam 1.4 milyar TL'ye ulaştı.

2011 yılının üçüncü çeyreğinde tahvil ve bono fonlar ile B tipi değişken fonların toplam hacmi %11 oranında daralma gösterdi. Sene başı ile karşılaştırıldığında ise daralmanın boyutu %36 seviyelerinde. Bu fon türlerinin 2011 başında tüm piyasadan aldıkları %17'lik pay %11'e gerileme kaydederken, bu fon türlerinin yatırımcı sayısı %16.2 oranında küçülme ile 270,000'den 226,000'e indi.

Sonuç olarak, 2011 üçüncü çeyrek sonu itibariyle yatırım fonları piyasasının lokomotif fon türleri olan anapara garantili ve koruma amaçlı fonlar ile altın fonlarına yatırımcıların ilgisinin artarak devam ettiğini görüyoruz. Likit fonlar, tahvil ve bono fonları, B tipi değişken fonlar ve kısmi olarak A tipi fonlar ise hacimlerinde daralma yaşayan fon türleri oldu.

Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından Kurumsal Yatırımcı İçin hazırlanmıştır.

Yatırım Fonları Sektöründe Net Satışlar

Tablo 1'de görüldüğü üzere, 2011 ilk yarısında yatırım fonları sektöründe tüm fonlara 672.5 milyon TL net para girişi gerçekleşmiştir. En büyük fon çıkışı 751.8 milyon TL ile likit fonlarda olurken, likit fonları 701.8 milyon TL ile tahvil bono fonlarında çıkışlar takip etmiştir. İlk altı ayda en büyük para girişi ise 2.2 milyon TL ile korumalı fonların ağırlıklı olarak yer aldığı diğer fonlar kategorisinde gerçekleşmiştir. Öte yandan hisse senedi fonlarına aynı dönemde 162.3 milyon net para girişi yaşanmıştır.

Tablo 2'de de Temmuz-Eylül döneminde 660.4 milyon TL para çıkışı olduğu görülmektedir. 2011 yılı ilk çeyrekte 580.5 milyon TL, ikinci çeyrekte de 67.3 milyon TL para girişi olmuştu. Üçüncü çeyrekte en fazla para çıkışı daha önceki çeyrek dönemlerde olduğu gibi likit fonlarda, en fazla para girişi de korumalı, garantili ve altın fonlarının yer aldığı diğer fonlar kategorisinde gerçekleşmiştir.

TKYD tarafından Rasyonet verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

OCAK-HAZİRAN 2011 (1.YARIYIL)

TABLO 1

FON TÜRLERİ	NET SATIŞLAR (TL)
Hisse	162.268.491,47
Bono	-701.815.331,79
Likit	-751.896.728,69
Dengeli	-280.642.870,77
Diğer	2.243.029.446,03
Fon Sepeti	1.589.706,65
TOPLAM	672.532.712,92

TEMMUZ-EYLÜL 2011 (3.ÇEYREK)

TABLO 2

FON TÜRLERİ	NET SATIŞLAR (TL)
Hisse	-13.864.936,48
Bono	-239.662.208,33
Likit	-1.344.811.046,61
Dengeli	-328.589.173,97
Diğer	1.262.585.109,16
Fon Sepeti	3.981.928,87
TOPLAM	-660.360.327,34

Yatırım Fonlarında Üçüncü Çeyrek

Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi 2011 yılının üçüncü çeyreğinde nette %6,01, reel olarak da %7,01 oranında değer kaybetmiştir. FM A Tipi Endeksi, nette %5,88, reel olarak %6,88 oranında değer kaybetmiştir. FM B Tipi Endeksi, nette %1,63 getiri elde ederken, reel olarak da %0,55 oranında değer kazanmıştır.

İMKB 100 endeksi 2011 yılının üçüncü çeyreğini, ikinci çeyrekte olduğu gibi negatif getiri ile tamamlamıştır. Fm A Tipi endeksi dönemi negatif getiri ile tamamlarken, Fm B Tipi endeksi dönemi pozitif getiri ile kapatmıştır.

	1 Temmuz 2011	3 Ekim 2011	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	1705	1604.69	-5.88%	-6.88%
FM B Tipi	1,629.89	1,656.39	1.63%	0.55%
İMKB 100	63,264.51	59,459.66	-6.01%	-7.01%

Fonlarda Büyüme

2011 yılının üçüncü çeyreğinde, A Tipi fonların portföy değeri %9 oranında düşerken, yatırımcı sayısı %1,93 oranında artış göstermiştir. B Tipi fonların ise, yatırımcı sayıları %1,03 oranında, portföy değerleri ise %2 oranında azalmıştır. Ayrıca fon tipleri ve türlerinin genel itibarıyla bağlı oldukları A Tipi ve B Tipi fon endekslerindeki değişimlerinden arındırdığımız, Fon Endekslerine Göre Değişim sütununda ise, A Tipi fonların %2,77 oranında, B Tipi fonların ise %3,60 oranında azaldığını görebiliyoruz. Tüm piyasanın da %3,56 oranında küçüldüğünü söyleyebiliriz.

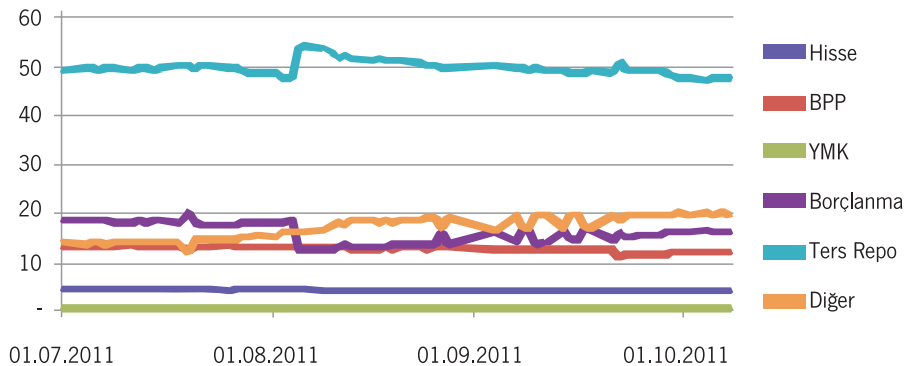
Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Fon Endekslerine göre Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
A Tipi	Değişken Fon	358.07	305.48	-15	15,232	14,556	-4.43	-8.80%	1.23	1.07
A Tipi	Endeks Fon	405.37	385.29	-5	19,546	18,235	-6.7	0.93%	1.39	1.35
A Tipi	Fon Sepeti	5.26	4.95	-6	44	38	-13.63	-0.01%	0.01	0.01
A Tipi	Hisse Fon	234.57	199.4	-15	15,735	14,620	-7.08	-9.11%	0.8	0.7
A Tipi	İştirak Fon	271.35	248.83	-8	6,346	5,673	-10.6	-2.41%	0.93	0.87
A Tipi	Karma Fon	396.36	382.31	-4	213,240	222,252	4.22	2.34%	1.36	1.34
A Tipi	Sektör Fonu	0.3	0.19	-35	88	85	-3.4	-29.37%	0	0
A Tipi	Yab.Menk.Kıym.Fon	1.1	1.2	9	422	409	-3.08	15.02%	0	0
A Tipi Toplamı		1,672.37	1,527.65	-9	270,653	275,868	1.93	-2.77%	5.75	5.38
B Tipi	Değişken Fon	1,812.28	1,489.55	-18	160,530	150,164	-6.45	-19.43%	6.23	5.24
B Tipi	Endeks Fon	171.5	199.97	17	1	1	0	14.97%	0.58	0.7
B Tipi	Fon Sepeti	13.44	17.87	33	503	856	70.17	31.31%	0.04	0.06
B Tipi	Karma Fon	3.71	3.15	-15	571	537	-5.95	-16.77%	0.01	0.01
B Tipi	Kıym. Maden Fonları	769.17	1,462.93	90	53,963	78,893	46.19	88.56%	2.64	5.15
B Tipi	Likit Fon	22,815.02	22,103.42	-3	2,880,136	2,838,432	-1.44	-4.74%	78.43	77.82
B Tipi	Tahvil ve Bono Fonu	1,689.60	1,515.93	-10	81,016	75,100	-7.3	-11.90%	5.8	5.33
B Tipi	Yab.Menk.Kıym.Fon	141.5	82.19	-42	7,005	7,065	0.85	-43.54%	0.48	0.28
B Tipi Toplamı		27,416.21	26,875.01	-2	3,183,725	3,151,048	-1.03	-3.60%	94.25	94.62
Tüm Piyasa		29,088.58	28,402.67	-2	3,454,378	3,426,916	-0.79	-3.56%	-	-

*Milyon TL (Karşılaştırmalar 1 Temmuz 2011 - 3 Ekim 2011 verileri ile)

*KBSS(Katılma Belgesi Sahibi Sayısı - Yatırımcı Hesap Sayısı)

Portföylerin Varlık Dağılımları

2011 yılının üçüncü çeyreğinde, tüm yatırım fonlarının varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %48, Kamu Borçlanma %16, Hisse %4, BPP %12, Diğer %20 seviyelerinde seyretmektedir.



Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	01.10.2010	03.10.2011	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Fon Endekslerine Göre
A TİPİ	1,124	1,528	35.94%	28.06%	41.72%
B TİPİ	27,149	26,875	-1.01%	-6.75%	-5.01%
TOPLAM	28,273	28,403	0.46%	-5.36%	

Portföy değerlerini karşılaştırmak için üstteki tabloda da görebileceğiniz gibi, bir yıllık değişimlerini enflasyondan arındırdıktan sonra, buldukları endekste ki değişimlerinden de arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasında; A Tipi fonların %28,06 büyüdüğünü, B Tipi fonların ise %6,75 küçüldüğünü, tüm pazarın da %5,36 gibi bir oranda küçüldüğünü görmekteyiz.

Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	01.10.2010	03.10.2011	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
A TİPİ	1,672.82	1,604.69	-4.07%	-9.63%
B TİPİ	1,589.38	1,656.39	4.22%	-1.83%
IMKB	64,882.72	59,459.66	-8.36%	-13.67%

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloda, A Tipi Fon endeksleri reel olarak %9,63 oranında, B Tipi endeksler, reel olarak %1,83 oranında değer kaybetmiştir. IMKB endeksine baktığımızda, %8,36 , reel olarak da %13,67 oranında düşüş görülmüştür.

Tip ve Tür Bazında Büyüklükler ve Değişimler

Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Toplam Değeri Değişimi	İlk KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	KBSS% Değişimi	İlk Doluluk*	Son Doluluk	Doluluk% Değişimi
A Tipi	Değişken Fonlar	358.07	21%	1%	305.48	20%	1%	-15%	15,232	6%	0%	14,556	5%	0%	-4%	10%	9%	-10%
A Tipi	Endeks Fonlar	405.37	24%	1%	385.29	25%	1%	-5%	19,546	7%	1%	18,235	7%	1%	-7%	7%	7%	-4%
A Tipi	FonSepeti Fonl.	5.26	0%	0%	4.95	0%	0%	-6%	44	0%	0%	38	0%	0%	-14%	7%	7%	-2%
A Tipi	Hisse Fonlar	234.57	14%	1%	199.4	13%	1%	-15%	15,735	6%	0%	14,620	5%	0%	-7%	12%	10%	-14%
A Tipi	İştirak Fonlar	271.35	16%	1%	248.83	16%	1%	-8%	6,346	2%	0%	5,673	2%	0%	-11%	55%	55%	1%
A Tipi	Karma Fonlar	396.36	24%	1%	382.31	25%	1%	-4%	213,240	79%	6%	222,252	81%	6%	4%	15%	15%	-1%
A Tipi	Sektör Fonları	0.3	0%	0%	0.19	0%	0%	-35%	88	0%	0%	85	0%	0%	-3%	5%	4%	-25%
A Tipi	Yab.Men.Kıy.Fon.	1.1	0%	0%	1.2	0%	0%	9%	422	0%	0%	409	0%	0%	-3%	5%	5%	4%
Tüm A Tipleri		1,672		6%	1,528		5%	-9%	270,653		8%	275,868		8%	2%	8.91%	8.36%	-6%
B Tipi	Değişken Fonlar	1,812.28	7%	6%	1,489.55	6%	5%	-18%	160,530	5%	5%	150,164	5%	4%	-6%	16%	11%	-29%
B Tipi	Endeks Fonlar	171.5	1%	1%	199.97	1%	1%	17%	1	0%	0%	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%
B Tipi	Fon Sepeti Fonl.	13.44	0%	0%	17.87	0%	0%	33%	503	0%	0%	856	0%	0%	70%	1%	1%	39%
B Tipi	Karma Fonlar	3.71	0%	0%	3.15	0%	0%	-15%	571	0%	0%	537	0%	0%	-6%	38%	31%	-18%
B Tipi	Kıy.Maden Fon.	769.17	3%	3%	1,462.93	5%	5%	90%	53,963	2%	2%	78,893	3%	2%	46%	19%	29%	57%
B Tipi	Likit Fonlar	22,815.02	83%	78%	22,103.42	82%	78%	-3%	2,880,136	90%	83%	2,838,432	90%	83%	-1%	9%	9%	2%
B Tipi	Tahvil ve Bono	1,689.60	6%	6%	1,515.93	6%	5%	-10%	81,016	3%	2%	75,100	2%	2%	-7%	11%	10%	-9%
B Tipi	Yab.Men.Kıy.Fon.	141.5	1%	0%	82.19	0%	0%	-42%	7,005	0%	0%	7,065	0%	0%	1%	17%	10%	-41%
Tüm B Tipleri		27,416.21		94%	26,875.01		95%	-2%	3,183,725		92%	3,151,048		92%	-1%	10%	10%	2%
Tüm Piyasa		29,088.58			28,402.67			-2%	3,454,378			3,426,916			-1%	10%	10%	2%

*Milyon TL (Karşılaştırmalar 1 Temmuz 2011 - 3 Ekim 2011 verileri ile)

*KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı - Yatırımcı Hesap Sayısı)

Doluluk Oranı (Dolaşımdaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi)

2011 yılının üçüncü çeyreğinde fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda, A Tipi fonların portföy değerleri %9 azalırken, değişken fonlar, hisse fonlar ve sektör fonlarındaki daralma dikkat çekmektedir. B Tipi Fonların portföy değerlerinde %2 oranında azalışa karşın, kıymetli maden fonlarında %90 oranında büyüme yaşanmıştır. Tüm piyasa ise %2 oranında küçülmüştür. A Tipi fonların ya-

tırımcı sayıları %2 oranında artarken, B Tipi fonların yatırımcı sayıları, %1 oranında azalmıştır. B Tipi Fonlar tüm piyasanın %92'lik bir kısmını oluştururken, A Tipi fonlar %8'ini oluşturmaktadır. A Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları %6 oranında azalırken, B Tipi yatırım fonlarının doluluk oranı, %2 oranında artmıştır. Likit fonlar, B Tipi fonların %82'sine, tüm piyasanın ise %78'ine sahiptir.

Fon Endeksleri ve Değişimler

2011 yılının üçüncü çeyreği itibari ile, son bir yıldaki fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda, son bir yılda A Tipi fon endeksinin düştüğünü, B Tipi fon endeksinin ise artış gösterdiğini görebiliyoruz. Tabloda dikkat çeken endeksler, Yabancı Menkul Kıymetler Endeksi ve Fon Sepeti Endeksleridir.

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

Endeks	Fon Sayısı	01.10.2010 Değeri	03.10.2011 Değeri	%Değişim	Rel artış Tüfe'ye göre
A Tipi Fonlar Endeksi	50	1,672.82	1,604.69	-4.07	-3.89
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1,589.38	1,656.39	4.22	3.91
Likit Fon Endeksi	15	1,554.42	1,605.84	3.31	3.06
Endeks Fon Endeksi	10	556.48	486.85	-12.51	-11.85
Hisse Fon Endeksi	10	1,287.20	1,194.76	-7.18	-6.82
Karma Fon Endeksi	15	1,937.99	1,903.08	-1.8	-1.76
İştirak Fon Endeksi	2	1,874.96	1,946.79	3.83	3.55
Sektör Fonu Endeksi	1	1,439.01	1,245.34	-13.46	-12.74
Yab. Menk. Kıym. Fon Endeksi	7	364.95	408.18	11.85	11.1
Değişken Fon Endeksi	25	1,797.03	1,849.97	2.95	2.72
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1,882.86	1,975.67	4.93	4.59
FM 30 Endeksi	30	1,481.82	1,530.92	3.31	3.06
FM 50 Endeksi	50	1,471.36	1,518.25	3.19	2.94
Fon Sepeti Endeksi	5	158.66	175.98	10.92	10.22

FonMarket.com cebinizde.



iPhone ve iPod Touch üzerinden FonMarket.com'u Türkçe, İngilizce, Fransızca ve Rusça takip edebilirsiniz.

>> bu özel versiyon için iPhone'unuzdan www.fonmarket.com'a girin

Emeklilik Fonlarında Üçüncü Çeyrek

Değer Artışları

Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Değer Artışı	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Büyüme Amaçlı Fonlar	2,104.90	2,112.53	0.36%	60,841	67,427	10.82%	-10.46%	15.73	15.09
Diğer Fonlar	2,723.55	2,771.80	1.77%	86,195	90,959	5.53%	-3.76%	20.35	19.8
Gelir Amaçlı Fonlar	7,385.10	7,895.16	6.91%	250,827	264,158	5.31%	1.59%	55.19	56.4
Para Piyasası Fonları	1,166.08	1,217.39	4.40%	45,195	46,741	3.42%	0.98%	8.71	8.69
Tüm Piyasa	13,379.62	13,996.88	4.61%	443,058	469,285	5.92%	-1.31%	-	-

*Milyon TL (Karşılaştırmalar 1 Temmuz 2011 - 3 Ekim 2011 verileri ile)

Emeklilik fonlarının 2011 yılı üçüncü çeyreğinde, portföy değerlerinin %4,61 oranında artışının yanı sıra, pay sayıları da %5,92 oranda artmıştır.

Yılın üçüncü çeyreğinde emeklilik fonları piyasasındaki tüm fon türlerinin, portföy değerlerinde ve pay sayılarında artış yaşanmıştır.

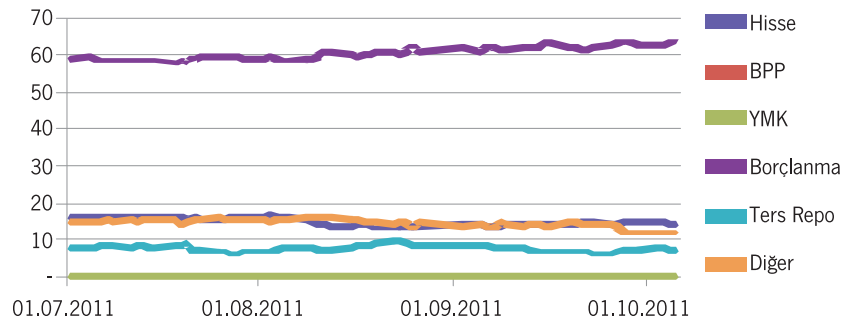
Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Türleri	01.10.2010	03.10.2011	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	1,365.09	2,112.53	54.75%	45.78%
Diğer Fonlar	2,062.06	2,771.80	34.42%	26.63%
Gelir Amaçlı Fonlar	6,614.88	7,895.16	19.35%	12.44%
Para Piyasası Fonları	1,178.64	1,217.39	3.29%	-2.70%
TOPLAM	11,220.67	13,996.88	24.74%	17.51%

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz. Bir yıllık sürede emeklilik fon piyasasının, %24,74 büyüdüğünü, bu büyümeden enflasyonu çıkarttığımızda, emeklilik fonlarının net olarak %17,51 oranında büyüdüğünü söyleyebiliriz. Tabloda dikkat çeken diğer bir unsur ise, para piyasası fonlarının %3'e yakın oranda küçüldüğüdür. Emeklilik fonları piyasasında, para piyasası fonları hariç, tüm türler pozitif oranda değişim göstermiştir.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2011 yılının üçüncü çeyreğinde tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %61, Repo %8, Hisse %15, Diğer %15, YMK %1 seviyelerinde seyretmektedir.



In these pages, you can find the summary of some articles published in our Magazine



A new step for PMCs: Brokerage in trading of investment funds

'The Communiqué of the Capital Markets Board on the Amendments Made to the Communiqué on Portfolio Management Business and Rules Regarding the Institutions in the Business' allows the portfolio management companies (PMC) for brokerage activities in the investment fund participation certificates' transactions. The PMCs should accommodate themselves in line with 'The Communiqué on the Brokerage Business and Merits of the Establishment of the Brokerage Companies'.

The PMCs should have a physical space, technical hardware and sufficient number of staff eligible to conduct the operations and transactions of the brokerage business and the amount of equity capital of these companies should be at least 1,250,000 TL.

Ashmore Asset Management and Arma Asset Management spoke to Kurumsal Yatırımcı on the expectations of the portfolio management industry arising from allowing the PMCs to act as brokerage in the fund transactions, a new step for PMCs.

Fund investors now have an important distribution channel as an alternative to their own distribution channels via the Electronic Fund Distribution Platform of Turkey launched by the ISE Settlement and Custody Bank. The new regulation in the PMC Communiqué aims at making the legal basis of the investment fund participation certificates' distribution channels more harmonized with EU legislation. This will pave the way for the establishment of "fund supermarkets" at home, similar to the ones abroad, through the formation of PMCs specialized in investment fund participation certificates' transactions.

12

New Regulation on Securities Investment Trusts

The rules on the establishment, IPO, management and portfolio limitations as well as public disclosure statements of the Securities Investment Trusts (SIT) have been revised by 'The Communiqué on the Rules Regarding the Securities Investment Trusts' of the Capital Markets Board.

Under the amendments made by the Communiqué, the assets and tools that SITs can add to their portfolio, and the valuation basis of these, were made in line with the securities investment funds, while the conditions that their portfolios can be managed by third parties as well as outsourcing a number of services including accounting and operation to another institution were defined in the Communiqué.

The minimum issued capital of the SITs is raised to 20 million TL and the minimum free-float share is kept at 49 percent. The existence of at least one leader shareholder to SITs has been made compulsory and they are banned to issue preferred shares. The SITs must distribute at least 20 percent of their distributable profit as primary interest in cash.

The Communiqué makes a general rule regarding SITs buy-back of their shares. Also, the procedure for a fund to leave the securities investment trust status is defined in it. The Communiqué also included a regulation on the internal audit and risk management systems. It is compulsory for the SITs to define comparison benchmarks and preparation of performance presentation reports for mid-term and end-year and to have an independent audit. Now they have to prepare notification forms constantly while the content of these forms is defined in the The Communiqué.

SIT now will be able to receive portfolio management or investment consultancy services from other brokerage companies with portfolio management and investment consultancy license, alongside the portfolio management companies.

Alternatif Investment Trust Inc. and Gedik Asset Management answered the questions of Kurumsal Yatırımcı on the contributions that this comprehensive regulation will make in the development of the industry and expectations on the future of the sector...

19



Fund Managers Sentiment Survey, Q4/2011

The major driver of the markets in the fourth quarter will be the situation of the problematic European economies, according to the "Quarterly Sentiment Survey of Fund Managers", held with the participation of the members of the Turkish Association of Institutional Investment Managers (TKYD), representing almost 90 percent of the Turkey's collective investment instruments industry. Eighty-eight percent of the 24 fund managers participating in the survey said they will be monitoring the developments in Europe. None of the investment instruments dominated the survey as the most preferred investment tool; however, a slightly higher number of fund managers said they will buy equity and long-term bonds. The current account deficit data will be closely monitored in the fourth quarter as well although not as much as it was in the previous quarter. The survey also showed that the fund managers will divert their attention to the growth data alongside the current account deficit...

24

Activity of the Corporate Investors in the Turkish Derivatives Exchange

The corporate investors have played an important role in the fast development of the Turkish Derivatives Exchange (TurkDEX) since its opening in 2005. The product number of TurkDEX has increased to 15 with the addition of Base Load Electricity Futures Contract and Physically Deliverable Live Cattle Futures Contract, while the investment funds continue to increase their influence in this market. In this special coverage, aimed at reflecting the increased role, activities and expectations of the corporate investors, TurkDEX experts wrote articles for the Kurumsal Yatırımcı on the development of TurkDEX since its establishment and the position of the corporate investors. Our special coverage also includes an assessment of investment funds' activities in TurkDEX and detailed information on the "Base Load Electricity Futures Contract", the new instrument in TurkDEX.



32



Distance Taken by Private Pension Sector in Turkey and Globally

By Ömür Şengün, General Manager, Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.

The Private Pension System, which commenced on October 27, 2003, in our country, is increasing its number of participants and total net asset value of funds day by day. The total amount of funds within the system increased to a level of 12 Billion TL by rising about 32% in 2010 and the total number of participants rose to 2.3 million, a jump of 15%. In 2020, the pension funds in Turkey are expected to increase to 115 Billion TL with an annual average growth of 26%. The growth rate of pension funds in Turkey will be higher than the world average and the insurance companies, that determine new customer needs expeditiously and plan their products and services in a way that will meet these needs, will also have the biggest share from the increase of pension funds...

46

Hong Kong Investment Funds Association (HKIFA)

Hong Kong, top asset management center in Asia, uses its advantage of being the gateway for foreign investors wanting to invest in the region with its advanced infrastructure... "Located at the centre of Asia, Hong Kong has been recognized



as the top asset management centre in Asia with more than 300 fund management firms based in the city, the largest concentration of international fund managers in the Region. Total fund management business in Hong Kong amounted

to US\$1,294 billion as at end 2010. The success of the industry can be attributed to a range of factors: rule of law and independent judiciary, free flow of information, a simple and low tax regime, no foreign exchange controls; and state-of-art infrastructure..." says Sally Wong Chi Ming, CEO of HKIFA in an interview with Kurumsal Yatırımcı.

48

**Bilgi ve tecrübemiz; hayatınızın yönünü değiştirir.
Ak Portföy Yönetimi;**

bilgiyi etkin şekilde karara ve uygulamaya dönüştüren
yatırım felsefesiyle,
tecrübeli portföy yönetim ekibiyle,
riski ölçümleyen yatırım süreçleriyle,
uluslararası standartta portföy yönetim uygulamalarıyla,
her zaman yatırımcısını ön planda tutan yaklaşımıyla ve
yüksek performansıya
finansal çözüm ortağınız olmayı hedefliyor

Doğru hamle.

Çok özel seyahat etmeniz için size çok güzel önerilerimiz var.

Puanlarınızı seyahatlerinizde çok daha değerli kullanmak ister misiniz?

adios Premium sahipleri Yapı Kredi Seyahat Hattı'nı ararlar, birikmiş puanlarıyla seyahat harcaması yapmak istediklerini söylerler ve puanlarını **5 kata kadar daha değerli** kullanırlar.



adios Premium ile seyahatlerinizi kolayca planlamak için adios iPhone uygulamasını indirebilirsiniz.



Uçak bileti alırken sevdiklerinizin biletini de indirimli almak ister misiniz?

adios Premium sahipleri uçak bileti satın alırken, refakatçi bilet sayesinde kendileriyle seyahat edecek yakınlarına **%25 daha düşük puanla** bilet alabilirler.



Alan vergisi vermeden seyahat etmek mümkün mü?

Evet, yeter ki bir **adios Premium** sahibi olun. Çünkü alan vergisi ödemek **adios Premium** sahiplerinin alanına girmez. Onlar sadece özgürce seyahat etmenin tadını çıkarırlar.



Bu ayrıcalıklardan yararlanmak için 444 0 446 Yapı Kredi VIP Line'i aramanız yeterli. Yapı Kredi Seyahat Hattı hizmeti Setur A.Ş. tarafından verilmektedir.

Çok özel seyahat ettiren kart



adiospremium.com.tr

Yapı Kredi VIP Line | 444 0 446