

Değerli Okurlar,

Sektörümüzün tüm ilgili taraflarının katılımıyla Eylül ayı sonunda Antalya'da gerçekleştirdiğimiz 7. TKYD Kolektif Yatırım Araçları Sektör Toplantısı, yeni düzenlemelerin hayata geçirilmesi sürecinde yapılması gereken çok işimiz olduğunu bize gösterdi. Gelecek yıl düzenlemeler yürürlüğe girinceye kadar yol haritamızı çıkartıp, en azından ana hatlarıyla gerçekleştirmiş olmamız lazım. Biz bu konuda üzerimize düşen her şeyi yapacağız.

Değerli yerli ve yabancı yazarların katkıda bulunduğu dergimizin Ekim ayı sayısında, Sektör Toplantısı ile ilgili detayları TKYD'den sayfalarında bulabilirsiniz. Ekonomist köşemizde TCMB Baş Ekonomisti Sn. Hakan Kara ve TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü'nden Kıdemli Ekonomist Sn. Doç. Dr. Cihan Yalçın'ın dergimiz için kaleme aldığı, 'Türkiye'de Yurtiçi Tasarruf Açığına Makro Bir Bakış' başlıklı çalışma yer alıyor. Portföy Saklama Hizmeti konusunda yeni düzenlemeleri Akbank Hazine ve Sermaye Piyasaları Operasyon Bölüm Başkanı Sn. Remzi Süha Dede iki bölüm halinde derledi. İlk bölüm bu sayıda.

TKYD'den bölümümüzde ayrıca TKYD Bilgi Yönetimi ve Endeks Komitesi çalışmalarını Komite Başkanı Sn. Cenk Aksoy yazdı. Fon Yöneticileri 4.Çeyrek Beklenti Anketimize ise 36 katılımcı cevap verdi.

Yatırım Ortaklıklarına ilişkin yeni düzenlemeleri İş Yatırım Ortaklığı Genel Müdürü Sn. Yeşim Tükenmez dergimiz için değerlendirdi. Akademik sayfamızda Zürih Üniversitesi'nden Sn. Nilüfer Çalışkan ve Sn. Prof. Dr. Thorsten Hens'in "Davranışsal Finans ve Yatırım Fonlarına Girişler" konulu araştırmasına yer verdik.

TKYD'nin 'stratejik ortak' olarak destek verdiği ve 23-24 Mayıs'ta İstanbul'da gerçekleştirilen 3rd Asset and Fund Management konferansındaki konuşmasını dergimiz için derleyen Fidelity Worldwide Investment yöneticilerinden Mr. Adam Lessing, gelişmekte olan ülkelere yatırım konusunda dünyadaki güncel eğilimleri yazdı.

Vergi sayfamızda PricewaterhouseCoopers Vergi bölümü yöneticilerinden Barış Yalçın, Fatca'yı tüm yönleriyle anlattı. Stratejist bölümümüzde HSBC Portföy Kıdemli Stratejisti Ali Çakıroğlu, yılın son çeyreğinde piyasaları yönlendirecek etkenleri değerlendirdi.

Serbest Kürsü'ye, İş Portföy Yönetimi Alternatif Yatırım Ürünleri Müdür Yardımcısı Sn. Doç. Dr. Mehmet Horasanlı katkıda bulunurken; SPL Genel Müdür Yardımcısı Sn. Serkan Karabacak Eğitim ve Kurumsal Yönetim yazılılarıyla yer aldı. Ayrıca, Ünlü Portföy Yönetimi Pazarlama Direktörü Sn. Demet Kardeş'in kurumunu tanıtan bir yazısına yer verdik.

Yabancı konduğumuz Çek Cumhuriyeti olurken, Fon Dünyasından Haberler sayfalarımız yine dünyadan güncel ve ilginç başlıklar içeriyor. Fon Yönetimi bölümümüzde iki ayrı fonun tanıtımı var. Her sayımızda olduğu gibi EFAMA Avrupa ve Dünya fon verileri, Fon Piyasamızın Analizi, Sektör Verileri içeriğimizde bulabileceğiniz diğer bölümleri oluşturuyor.

Keyifli okumalar diliyorum.

Saygılarımla,

Gür Çağdaş
TKYD Başkanı



Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Başkanı

“TKYD Kolektif Yatırım Araçları Sektör Toplantısı, yeni düzenlemelerin hayata geçirilmesi sürecinde yapılması gereken çok işimiz olduğunu bize gösterdi.”

içindekiler



4 SEKTÖRDEN HABERLER

6 **TKYD ANKET**
FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 4. Çeyrek/2013

8 **TKYD'DEN**
TKYD Kolektif Yatırım Araçları 7. Sektör Toplantısı

BİLGİ YÖNETİMİ ve ENDEKS KOMİTESİ
Cenk Aksoy / TKYD Bilgi Yönetimi ve Endeks Komitesi Başkanı

14 **FON YÖNETİMİ**
Türkiye İş Bankası B tipi Global Borçlanma Araçları Yabancı Menkul Kıymetler Fonu
Cem Şekerci / Portföy Yöneticisi / Alternatif Yatırım Ürünleri Bölümü - İş Portföy Yönetimi A.Ş.
Akbank Özel Bankacılık B Tipi Dengeli Yabancı Menkul Kıymetler Fonu
Özgür Demiral, CFA
Uluslararası Fonlar Müdürü
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

17 **YATIRIM ORTAKLIKLARI**
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarında Yeni Tebliğin Muhtemel Etkileri
Yeşim Tükenmez / Genel Müdür
İş Yatırım Ortaklığı A.Ş.

18 **EKONOMİST**
Türkiye'de Yurt içi Tasarruf Açığına Makro Bir Bakış
Hakan Kara / TCMB Baş Ekonomisti
Doç. Dr. Cihan Yalçın / Kıdemli Ekonomist
TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü

24 **SAKLAMA**
YENİ SERMAYE PİYASASI KANUNU KAPSAMINDA SAKLAMA FAALİYETİ
REMZİ SÜHA DEDE / Hazine ve Sermaye Piyasaları Operasyon Bölüm Başkanı / Akbank

30 **AKADEMİK**
Davranışsal Finans ve Yatırım Fonlarına Girişler
Nilüfer Çalışkan Nilüfer Çalışkan, SFI PhD Candidate, Banking and Finance at University of Zurich
Prof. Dr. Thorsten Hens Banking and Finance at University of Zurich

34 **STRATEJİST**
Finansal piyasalarda riskler kadar fırsatlar da var
Ali Çakıroğlu / Kıdemli Yatırım Stratejisti
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.

38 **KONFERANS**
Artık "bedava yemek" yok
Adam Lessing / Head of Austria and Eastern Europe
Fidelity Worldwide Investment

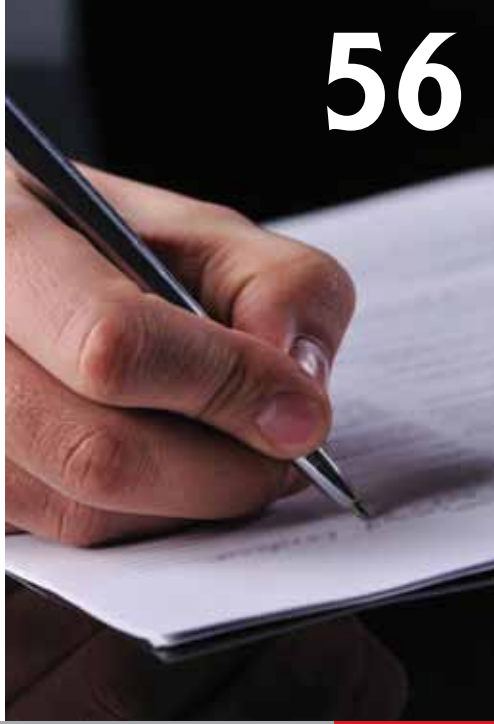
40 **PYŞ TANITIM**
Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.
Demet Kardeş / Pazarlama Direktörü
Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.

42 **VERGİ**
FATCA - Amerika dünyayı kendisinin vergi müfettişi mi yapmak istiyor?
Barış Yalçın / Senior Manager / Tax
PriceWaterhousecoopers

44 **YABANCI KONUK**
Finansal Kriz Çek yatırımcıların fon tercihlerini değiştirdi
Jana Michalíková / Executive Director
Czech Capital Market Association (AKAT CR)

Sayfa
37
**Sorularımızı
Cevaplayın
Kitap
Kazanın!**

EKİM - KASIM - ARALIK 2013



48 FON DÜNYASI

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

52 İSTANBUL FİNANS MERKEZİ

“İstanbul: Bölgesel Merkez,
Küresel Aktör” Forumlarının ilki
Washington’da Gerçekleştirildi

54 KURUMSAL YÖNETİM

Ülkemiz Kurumsal Yönetim Yapısı
ve Kurumsal Yönetimin Sermaye
Piyasalarındaki Önemi

Serkan Karabacak / Genel Müd. Yard. / Sermaye
Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.

56 SERBEST KÜRSÜ

Hurst katsayısının alım-satım
stratejisinde kullanımı

Doç. Dr. Mehmet Horasanlı / Müdür Yardımcısı
Alternatif Yatırım Ürünleri İş Portföy Yönetimi A.Ş.

58 EĞİTİM

Financial Planning Standards Board
(FPSB) Sertifikasyonu

Serkan Karabacak / Genel Müd. Yard. / Sermaye
Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.

60 YATIRIMCI KİTAPLIĞI

Derleyen: Levent Gürses

62 EFAMA

Avrupa Yatırım Fonları

Dünya Yatırım Fonları

66 Türkiye Yatırım Fonları Piyasası

Üçüncü çeyrekte piyasalardaki
dalgalanma ile fon piyasası daraldı

Ceren Angılı / Yönetici, Dağıtım Kanalları
Satış Koordinasyon Yapı Kredi Portföy
Yönetimi A.Ş.

68 Yatırım Fonları Sektöründe Net Satışlar

69 KYD ENDEKSLERİ

70 SEKTÖR VERİLERİ

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
adına İmtiyaz Sahibi Gür Çağdaş

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü
Murat Ögel

Editör
Güzin Övünç

Yayın Kurulu

Halim Çun
Dr. Alp Keler
Cenk Aksoy
Ceren Angılı
Dr. Engin Kurun
Mehmet Ali Ersarı
Mehmet Gerz
Doç. Dr. Mehmet Horasanlı
Serkan Karabacak

Danışma Kurulu

Adnan Güzel
Didem Gordon
Dr.Gürman Tefvik
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 hazırılık

İtalik Ajans / Derya Bozkurt
Tel: 0212-321 21 71

Baskı

VERİTAS BASKI MERKEZİ
Tel: 0212 294 50 20

TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi, TKYD tarafından yatırımcıları bilgi-
lendirme 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.



YENİ KURULAN YATIRIM FONLARI VE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI

- ▶ Başlangıç tutarı 500.000.000 TL olan "Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Fokus Portföy Mutlak Getiri Hedefli Serbest Yatırım Fonu" (Hisse Senedi Yoğun Fon)
- ▶ Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin 1.000.000.000 TL başlangıç tutarlı Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Özel Sektör Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu'
- ▶ Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 200.000.000 TL başlangıç tutarlı Burgan 1 Serbest Yatırım Fonu
- ▶ Başlangıç tutarları 1.000.000.000 TL olan Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. Likit Esnek Emeklilik Yatırım Fonu, Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gruplara Yönelik Esnek Emeklilik Yatırım Fonu, Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. Standart Emeklilik Yatırım Fonu, ve başlangıç tutarları 10.000.000.000 TL olan Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. Esnek Emeklilik Yatırım Fonu, Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu, Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. Katkı Emeklilik Yatırım Fonu
- ▶ Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin, her biri 10.000.000.000 TL başlangıç tutarlı Alternatif Katkı Emeklilik Yatırım Fonu ve Alternatif Standart Emeklilik Yatırım Fonu
- ▶ İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, her biri 150.000.000 TL başlangıç tutarlı "İş Yatırım Logos B Tipi Sabit Getirili Tahvil ve Bono Fonu" ve "İş Yatırım Logos

Yan Yönlü Serbest Fonu" (Hisse Senedi Yoğun Fon)

YENİ FAALİYET İZİNLERİ, ORTAKLIK, SERMAYE ARTIŞLARI

- ▶ Atlas Portföy Yönetimi A.Ş.'ne faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verildi.
- ▶ Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin paylarının borsada işlem görmesine ilişkin izahname onaylandı.
- ▶ Libera Portföy Yönetimi A.Ş.'nin faaliyetleri talebi üzerine sürekli olarak durduruldu.
- ▶ Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin Yapı Kredi B Tipi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin diğer ortaklarına Şirket'i tasfiye etmek üzere isteğe bağlı pay alım teklifi talebi, Şirket'in kamuya açıklanan son tarihli portföy değer tablosunda yer alan net aktif değerın pay adedine bölünmesiyle bulunacak değer (2,68 TL) üzerinden gerçekleştirilmesi suretiyle olumlu karşılandı.
- ▶ Asya Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanlı, 150.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içinde 25.000.000 TL çıkarılmış sermayeli bir girişim sermayesi yatırım ortaklığının kuruluşuna ilişkin esas sözleşme uygun görüldü.
- ▶ T. Garanti Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu B Tipi Elma Likit Fonu ile B Tipi Kısa Vadeli Tahvil ve Bono Fonu B Tipi Kısa Vadeli Tahvil ve Bono Fonu bünye-

sinde, B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Fonu ile Ashmore Gelişmekte Olan Ülkeler B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Fonu ise, Ashmore Gelişmekte Olan Ülkeler B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Fonu bünyesinde birleştirildi.

- ▶ Doğu SK Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin, 200.000.000 TL'lik kayıtlı sermaye tavanı içinde, 1.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak üzere 4.000.000 TL artırılarak 5.000.000 TL'ye çıkarılmasına ilişkin esas sözleşmede öngörülen değişiklikler onaylandı.
- ▶ Alkhair Portföy Yönetimi A.Ş.'nin yatırım danışmanlığı yetki belgesi alma başvurusu olumlu karşılandı.
- ▶ Asya Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşuna ilişkin esas sözleşme uygun görüldü.
- ▶ Unan Portföy Yönetimi A.Ş.'ne faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verildi.
- ▶ Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.'nin sermayesinin, tamamı nakden karşılanmak suretiyle, 1.000.000 TL'den 3.000.000 TL'ye artırılması ve bu doğrultuda esas sözleşmesinde yapılması öngörülen değişikliğe uygun görüş verildi.
- ▶ Fiba Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşuna ilişkin esas sözleşme uygun görüldü.
- ▶ Finansbank A.Ş.'nin kurucusu olduğu "Geçiş B Tipi Kısa Vadeli Tahvil ve Bono

Fonu'nun, "Geçiş B Tipi Likit Fonu"na dönüş- türülmesi talebi olumlu karşılandı.

► Hisar Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıktı.

► HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, kurucusu olduğu B Tipi Değişken Fon'un kurucusunun HSBC Bank A.Ş. olarak değiştirilmesi ve HSBC Bank A.Ş. B Tipi Tahvil ve Bono Fonu bünyesinde birleştirilmesine ilişkin talepleri kabul edildi.

► Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 1.500.000 TL olan sermayesinin, 5.500.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle yapılacak esas sözleşme değişikliği talebi olumlu karşılandı.

MEVZUAT

► **"Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"** 11/07/2013 tarihli ve 28704 sayılı Resmi Gazetede yayımlandı. Tebliğlerin yürürlük tarihi 1/7/2014 olarak belirlendi. Tebliğ ile Saklama hizmeti ilk defa düzenleme altına alınırken, dünya uygulamalarına paralel olarak işlemlerin gerçekleştirilmesi ile sahip olunan sermaye piyasası araçlarının saklanması hizmetlerinin farklı kurumlardan alınmasının tercih edildiği durumlar için, genel saklama hizmetine ilişkin kapsamlı hükümlere yer verildi. Bireysel portföy yöneticiliği faaliyetinin aracı kurumlar, yatırım ve kalkınma bankaları ile portföy yönetim şirketleri tarafından yapılabileceği hükme bağlandı ve bu faaliyetin yürütülmesi sırasında uyulacak ilke ve esaslar belirlendi. Yatırım danışmanlığı faaliyeti ile ilgili mevcut düzenlemelere paralel olarak, bu faaliyet aracı kurumlar, kalkınma ve yatırım bankaları ile portföy yönetim şirketlerinin yapabileceği hükme bağlanırken, faaliyetin tanım ve kapsamında değişiklikler yapıldı. Portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerine ilişkin olarak yatırım kuruluşlarının müşterilerini yorum ve tavsiyelerle yönlendirirken müşterilerin ihtiyaçlarını, bilgi düzeylerini ve risk algılarını bilerek hareket etmelerini teminen "yerindelik testi" uygulaması zorunlu kılındı.

Söz konusu Tebliğ ile Saklama hizmeti ilk defa düzenleme altına alınırken, dünya uygulamalarına paralel olarak işlemlerin gerçekleştirilmesi ile sahip olunan sermaye piyasası araçlarının saklanması hizmetlerinin

farklı kurumlardan alınmasının tercih edildiği durumlar için genel saklama hizmetine ilişkin kapsamlı hükümlere yer verildi. Bireysel portföy yöneticiliği faaliyetinin aracı kurumlar, yatırım ve kalkınma bankaları ile portföy yönetim şirketleri tarafından yapılabileceği hükme bağlandı ve bu faaliyetin yürütülmesi sırasında uyulacak ilke ve esaslar belirlendi.

Yatırım danışmanlığı faaliyetine ilişkin olarak; mevcut düzenlemelere paralel olarak, bu faaliyeti aracı kurumlar, kalkınma ve yatırım bankaları ile portföy yönetim şirketlerinin yapabileceği hükme bağlanırken, söz konusu faaliyetin tanım ve kapsamında değişiklikler yapıldı. Portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerine ilişkin olarak yatırım kuruluşlarının müşterilerini yorum ve tavsiyelerle yönlendirirken müşterilerin ihtiyaçlarını, bilgi düzeylerini ve risk algılarını bilerek hareket etmelerini teminen "yerindelik testi" uygulaması zorunlu kılındı.

► Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilen yenilikler, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin olarak uygulamada karşılaşılan problemler ile piyasaların şeffaf, etkin, güvenilir ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanması amaçları dikkate alınarak; girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına (GSYO'lar) ilişkin usul ve esaslar Kurulun III-48.3 sayılı "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile yeniden düzenlendi. Tebliğ 09.10.2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi.

KURUMLARDAN HABERLER

► **Alternatif Yatırım Fonu Yöneticilerine İlişkin AB Direktifi uyarınca, Sermaye Piyasası Kurulu** ile 13 AB Üye Ülkesi ve üç Avrupa Ekonomik Alanı Ülkesinin (İzlanda, Lihtenştayn, Norveç) Menkul Kıymet Otoriteleri arasında alternatif yatırım fonlarının gözetiminde işbirliği ve bilgi paylaşımı hususunda mutabakat zabitleri imzalandı. Söz konusu Direktife göre, gayrimenkul yatırım fonları, koruma amaçlı fonlar, girişim sermayesi yatırım fonları dahil

olmak üzere AB alternatif yatırım fonlarının yönetimi ve profesyonel yatırımcılara pazarlanmasının üçüncü ülke alternatif fon yöneticilerince yapılabilmesi için, ilgili AB üyelerinin otoriteleri ile AB üyesi olmayan ülkelerin otoriteleri arasında mutabakat zaptı imzalanması gerekiyor. Böylece sınır ötesi faaliyet gösteren fonların gözetiminde işbirliğinin artması yolu ile yatırımcıların korunmasına katkı sağlanacak. Türk Alternatif Yatırım Fonu yöneticileri açısından da, mutabakat zaptı imzalanan söz konusu ülkelerin piyasalarına erişim ve yatırım fonlarını yönetme, pazarlama, saklama hizmeti sunma hususunda Direktifte belirtilen en önemli koşullardan biri yerine getirilmiş oldu.

► **Yapı Kredi Portföy**'ün yöneticisi olduğu dört adet yatırım fonu ve üç adet bireysel emeklilik fonu, uluslararası derecelendirme kuruluşu Fitch Ratings tarafından yüksek fon kalitesi notu ile derecelendirildi. Yatırım ve risk yönetimi süreçlerindeki uzmanlığı, makroekonomik ve teknik analizler ile beslenen araştırma ve yatırım komitelerinin etkinliği gibi global standartlarda belirlenmiş fon kalite kriterleri baz alınarak yapılan değerlendirme süreci sonunda; Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Koç Şirketleri İştirak Alt Fonu ve Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. A Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Hisse Senedi Alt Fonu "Güçlü" (Strong), Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. B Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Özel Bankacılık Büyüme Amaçlı Değişken Alt Fonu ile Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Şemsiye Fonu'na Bağlı Uzun Vadeli Tahvil Ve Bono Alt Fonu ise "Yeterli Nitelikte" (Satisfactory) notunu aldı. Ayrıca yine benzer değerlendirmeler sonucu Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Esnek (TL) Grup Emeklilik Yatırım Fonu "Güçlü" (Strong) ve Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Esnek Emeklilik Yatırım Fonu ile Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Grup Emeklilik Yatırım Fonu ise "Yeterli Nitelikte" (Satisfactory) notları ile derecelendirildi. Böylece Türkiye'de ilk defa yatırım fonları ve emeklilik fonlarının kalitesi bir uluslararası derecelendirme kuruluşu tarafından tescil edilmiş oldu.

FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ

4. Çeyrek/2013

FON YÖNETİCİLERİNİN SON ÇEYREKTE GÖZÜ YİNE DÖVİZ KURUNDA

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin (TKYD) üç aylık sektörel yayın organı Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği "Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi"ne göre, yılın son çeyreğinde piyasaların yönünü ABD Merkez Bankası'nın çıkış stratejisi belirlemeye devam edecek. Döviz kuru ise yine en yakından takip edilecek gösterge olacak. Anket, son çeyreğin yatırım aracının hisse senedi olacağını gösterdi.

Kolektif yatırım araçları piyasasının yaklaşık yüzde 90'ını temsil eden TKYD üyelerinin katılımıyla 23 Eylül-4 Ekim tarihleri arasında gerçekleştirilen anketi, 36 fon yöneticisi cevapladı.

FED'in çıkış stratejisi belirleyici

Piyasalarda belirleyici olacak etken	%	Kişi
FED'in çıkış stratejisine ilişkin beklentiler	92	33
Siyasi alanda gelişmeler	5	2
Avrupa'daki sorunlu ekonomilerin durumu	-	-
Suriye ile ilgili gelişmeler	-	-
TCMB para politikası kararları	3	1
Uzakdoğu ekonomik verileri	-	-
Diğer	-	-

Anket, geçen çeyrekte olduğu gibi yılın son çeyreğinde de fon yöneticilerinin yatırım kararlarında ABD Merkez Bankası'nın (FED) piyasadan çıkış stratejisine ilişkin gelişmelerin en belirgin etken olduğunu gösterdi.

Son çeyreğin yatırım aracı: Hisse senedi

Yatırım aracı hangisi olur?	%	Kişi
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	20	7
Hisse senedi	50	18
Altın	-	-
Özel sektör tahvil	8	3
Euro/dolar	8	3
Emtia	-	-
Uzun vadeli tahvil	14	5

Anketin 'Dördüncü çeyrekte hangi yatırım aracı öne çıkar?' sorusuna verilen cevaplara göre, son çeyreğin yatırım aracı açık ara Hisse Senedi oldu. Katılımcıların yarısı hisse senedini belirtirken, yüzde 20'si kısa vadeli hazine bonosu, yüzde 14'ü ise uzun vadeli tahvil olarak tercihini ifade etti.

En iyi performans yine ABD piyasasında bekleniyor

Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?	%	Kişi
ABD	45	16
Avrupa	17	6
Asya	-	-
Gelişmekte olan piyasalar	33	12
BRIC ülkeleri	5	2
Latin Amerika	-	-
Diğer	-	-

Fon yöneticilerinin küresel piyasalarda beklenen performansla ilgili tercihlerinde son çeyrekte ABD ve gelişmekte olan piyasalar favori. Yıl boyunca bu iki bölgeyi takip eden fon yöneticileri, son iki çeyrekte daha çok ABD'yi tercih ediyordu. Ancak son çeyrek için gelişmekte olan piyasaların, fon yöneticilerinin gözünde eski cazibesine kavuştuğu gözleniyor.

Döviz kuru yine belirleyici

En çok hangi ekonomik gösterge takip edilecek?	%	Kişi
Enflasyon	17	6
Büyüme	11	4
Cari açık	28	10
Döviz kuru	41	15
Bütçe açığı	3	1
Petrol fiyatları	-	-
Diğer	-	-

Yılın ilk yarısında büyüme, cari açık ve enflasyonun yakından izleneceğini ortaya koyan anket, üçüncü çeyreğin ardından son çeyrekte de döviz kurunun belirleyici olacağını gösterdi. Anket katılımcılarının yüzde 41'inin belirttiği döviz kurunu, sırasıyla cari açık, enflasyon ve büyüme izledi.

YATIRIM ARAÇLARI YIL SONU TAHMİNLERİ

Gösterge bono faizi (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yıl sonu	8,45	10,00	7,00

BIST 100 endeksi

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yıl sonu	80,000	86,500	62,500

Euro/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yıl sonu	2,66	2,84	2,28

TCMB politika faiz oranı (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yıl sonu	4,50	6,75	4,50

ABD Doları/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yıl sonu	1,98	2,10	1,85

Döviz Sepeti

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
Yıl sonu	2,28	2,47	2,16

Bazı Yatırım Araçlarının Dördüncü Çeyrekte Yönü

Yön beklentisi	Petrol		Altın	
	%	Kişi	%	Kişi
Yükselir	19	7	17	6
Düşer	39	14	44	16
Değişmez	42	15	39	14

Yılın son çeyreği için fon yöneticilerinin petrol ve altına yönelik yön beklentileri geçen çeyreğe göre değişmedi. Her iki emtada da yükseliş bekleyenler azınlıkta kaldı.

Yılın son çeyreği için Hisse Fonlar ve Tahvil Bono Fonları tavsiye ediliyor:

Yılbaşından bu yana Hisse Senedi Yoğun Fonları tavsiye eden fon yöneticilerinin üçüncü çeyrekte tercihi "Para Piyasası Fonları"na yönelmişti. Yılın son çeyreği için ise Hisse Senedi Yoğun Fonlar ile Tahvil Bono Fonları (Tahvil Bono, Uzun Vadeli Tahvil Bono ve Özel Sektör Tahvili fonları) öne çıktı. Anket katılımcılarının 25'i hisse fonları tavsiye listesine koyarken, tahvil bono fonları da 22 katılımcı tarafından tavsiye edildi. Fon yöneticilerinin TKYD fon sınıflandırma-

sına göre, en fazla tavsiye ettiği fon listesinde bu türleri, 10 katılımcının listesinde yer alan Esnek Fonlar izledi.

Bankalar borsada son çeyreğin gözdesi olacak:

Ankete katılan fon yöneticilerinden 24'ü 'Borsada dördüncü çeyrekte en iyi performans beklediği sektörler' listesine Bankacılık yazdı. Diğer cevapların çok belirgin bir sektörde yoğunlaştığı gözlenmezken, 10 kişinin belirttiği ulaştırma, sekiz kişinin seçtiği perakende öne çıkan tercihler oldu.



TKYD Kolektif Yatırım Araçları 7. Sektör Toplantısı

Sektörde yeni dönem: Doğru adımlar atılabilirse büyüme için önemli fırsat

Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun getirdiği düzenlemeler, Kolektif Yatırım Araçları Sektörü'nde yeni bir dönemi başlattı. Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin (TKYD) organizasyonu ile sektörün tüm taraflarının katılımıyla gerçekleştirilen Sektör Toplantısı da, önümüzdeki dönemin taşların biraz daha yerine oturacağı ancak doğru adımlar atılabildiği takdirde, sektörün olması gerektiği büyüklüğe ulaşma yolunda önemli bir fırsat olduğunu ortaya koydu. TKYD Kolektif Yatırım Araçları Sektör Toplantısı'nın 7'ncisi, Kal-

kınma Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Borsa İstanbul A.Ş., Takasbank, Merkezi Kayıt Kuruluşu, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu (SPL), Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), Bankalar, Portföy Yönetimi Şirketleri, Aracı Kurumlar ile Emeklilik Şirketleri üst düzey yetkililerinin katılımlarıyla 30 Eylül 2013 tarihinde Antalya'da yapıldı. Sektörün mevcut durumu, temel sorunları ve eksiklikleri, yeni düzenlemelere geçiş süreci dört ayrı panelde tartışıldı. Ayrıca Dr. Artunç Kocabalkan, İstanbul Finans Mer-

kezi Girişimi konusunda bir sunum yaparken, aynı bölümde TEB Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Ömer Yenidoğan İstanbul'un finans merkezi olabilirliği konusunda görüşlerini ifade etti. Piri Reis Üniversitesi Rektör Yardımcısı Prof. Dr. Oral Erdoğan da "Ülke Fonlarının Global Uygulamaları ve Türkiye Fonu" başlıklı bir sunumla Sovereign Wealth Fund konusunda bilgiler aktardı.

“SEKTÖRÜN ÖNÜNDE ENGEL KALMADI”

TKYD Başkanı Gür Çağdaş toplantının açılışında yaptığı konuşmada,

yeni Kanun'un Türk sermaye piyasaları ve sektör için çok önemli bir adım, bir başlangıç noktası olduğunu belirterek, "Artık sektör önemli bir noktaya geldi, bir takım kanuni yetersizlik, gelişmeyi engelleyen sebepler vardı. Bunlar artık yok," dedi.

Derneğin çalışmaları konusunda da bilgi aktaran Çağdaş, yakın bir gelecekte yeni mevzuat gereği Sermaye Piyasaları Birliği'nin kurulacağını ve portföy yönetim şirketlerinin de bu Birliğe üye olacağını hatırlatarak, "TKYD de bireysel üyeliklerin geliştirilmesi yoluyla bir meslek örgütü olarak faaliyetlerine devam edecek," dedi. Çağdaş, sektörün gelişmesi, çalışanlarının bilgilendirilmesi, eğitimi, yönlendirilmesi faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla bir İktisadi İşletme kurulduğunu da bildirdi.

"SEKTÖR 2023'TE EN AZ \$200 MİLYAR BÜYÜKLÜĞÜ HEDEFLEMELİ"

Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Dr. Vahdettin Ertaş da konuşmasının başında, toplantının yeni bir Kanun ile sermaye piyasalarının kurallarının yeniden yazıldığı bir yılda gerçekleşmekte olduğu için biraz daha anlamlı olduğuna dikkat çekti.

SPK Başkanı'nın sunumu üç bölüme ayrıldı. İlk bölümde Kurumsal Yatırımcılar sektöründe büyüklüklerde mevcut durum, ikinci bölümde sektördeki genel sorunlar ve üçüncü bölümde ise bundan sonraki yol haritası yer aldı. Ertaş, sektörün son 10 yıldaki gelişimini rakamlarla ortaya koyarak, yatırım fonlarında son beş yılda büyüme ivmesinin düştüğüne dikkat çekti. Emeklilik yatırım fonlarında ise özellikle devlet katkısının ardından hızlı gelişme yaşandığını belirtti. Daha sonra Türkiye ekonomisi

makro verilerini aktaran Ertaş, işsizlik fonunda oluşan 65 milyar liralık rakamı sistemin içine çekme yolunun tartışılması gerektiğini söyledi. Türkiye'nin şehir ve kırsal kesim nüfus verilerinin de izlendiğini kaydeden Ertaş, sektörle henüz tanışmamış olanların sisteme katılmasının önemine dikkat çekti. Sonuçta son 10 yılda yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları alanında yeterince büyüme kaydedilemediğini ifade eden Ertaş, sunumun ikinci kısmında bunun nedenlerini tarihsel hatalar, düşük finansal okuryazarlık, ölçek sorunu, eksik rekabet, algı problemi ve etik başlıkları altında sıraladı. Ertaş, sunumun son bölümünde sektörün büyümesi için atılan adımları ve yol haritası olarak 2023 yılı vizyonunu rakamsal hedeflerle anlattı ve "Sektör 2023 yılında en az 200 milyar dolarlık büyüklük hedeflemeli," dedi.

1.PANEL

Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, Tebliğler ve Uygulamalar

Moderatör: Dr. Alp Keler -

Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

Genel Müdürü

Panelistler: Tevfik Kınık - Sermaye

Piyasası Kurulu Başkan Yardımcısı

Hasan Hüsnü Güzelöz - Garanti

Portföy Yönetimi A.Ş. Hukuk Mü-

şaviri

Attila Köksal - Türkiye Sermaye

Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

Başkanı

Dr. Engin Kurun - Ziraat Portföy

Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

Dündar Dayı - Garanti Hizmet

Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

Büyüme İçin Potansiyel Mevcut, Geçiş Süreci İyi Değerlendirilmeli

Panelde konuşmacıların tümü yeni düzenlemelerin sektörün geleceği

ve gelişmesi için ümit verici olduğunu belirtirken, düzenlemelerin yürürlüğe gireceği 1 Temmuz 2014 tarihine kadar sektörün taraflarının yapması gerekenler konusunda bilgi verdiler.

Panel moderatörü Alp Keler, konuşmacılara söz vermeden önce önümüzdeki dönemde piyasaları etkileyecek üç trend görüldüğünü belirterek, bunları düzenlemelerde değişim, emeklilik fonlarına devlet katkısı sonrası yaşanan büyüme ve yeni ürünler olarak sıraladı.

Panelde yeni düzenlemeler farklı bakış açılarından ele alınarak, geçiş döneminde yapılması gerekenler üzerinde duruldu. İlk söz verilen Tevfik Kınık, sektörün potansiyelini altında olduğunu yineleyerek, "Büyüme de buradan gelecek diye düşünüyoruz," dedi ve yeni Tebliğler ile getirilen düzenlemeleri anlattı.

Ardından Engin Kurun, sektöre önümüzdeki yıllarda yeni kurumların da katılacağına işaret ederek, "Yeni şirketlerin gelmesi ve yeni enstrümanların çıkmasında amaç pastanın büyütülmesi, bu pasta daha sağlıklı, ehil eller tarafından büyütülecek ki bu şekilde bir kurumsal yatırım bilinci, bir kültür oluşsun," diye konuştu.

Yeni düzenlemelerin sermaye piyasasının geleceği için ümit verici olduğunu belirten Attila Köksal da, hem portföy yönetim şirketleri hem de aracı kurumların finansal okuryazarlık ve çalışanların eğitimi konularına odaklanması gerektiğini altını çizdi.

Dündar Dayı ise, saklama konusunda Portföy Saklama Tebliği ve Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin iki önemli düzenleme olduğunu hatırlatarak, Tebliğlerin yürürlüğe gireceği süreç içinde bankaların organizasyonel yapılarını bu iki



Tebliğ göz önüne alarak yapması gerektiğine işaret etti. Dayı, şimdiye kadar portföy yönetim şirketlerinin fonun idari ve operasyonel işlerini (Admin) kendi içlerinde, bazılarının bankaların hazine, operasyon ya da menkul kıymet birimlerinde, bazılarının aracı kurumlarında yaptıklarını söyledi. Dayı, "Saklama ve admin tüm hizmetleri içerebilecek kalitede ve maliyette gelişebilirse, aslında maliyet toplama merkezi olarak bağımsız portföy yönetim şirketlerine sadece piyasa şartlarına ve performans odaklanma imkanı verecek," diye konuştu.

Konuşmacılardan Hasan Hüsnü Güzelöz, Tebliğ ile getirilen yeni düzenlemelerden yatırım danışmanlığı konusunda bilgi verdi. Mevzuatın, yatırım danışmanlığı tanımını genişlettiğini ifade etti. Bu konuda Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin portföy yönetim şirketlerinin gerçekleştirebileceği yan hizmetler ile ilgili maddelerine dikkat çeken Güzelöz, yeni uygulamalardan "yerindelik testi"ne değindi.

2.PANEL Özel Sektör Tahvilleri: Yatırım ve Kredi Riskinin Değerlendirilmesi

Moderatör: Didem Gordon - Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

Panelistler: Hüseyin Emre Uzer – SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkan Yardımcısı

Dr. Ayşe Botan Berker – Merit Risk Yönetimi Yönetici Ortağı

Ömer Yenidoğan – TEB Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

Tankut Taner Çelik – ING Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

Panelde, yatırım fonu portföylerinde artan oranda yer alan Özel Sektör Tahvillerinin sağlıklı bir şekilde büyümesi, ikincil piyasanın geliştirilmesi için gereken araçların neler olabileceği ile kredi ve yatırım riski alanları üzerinde duruldu. Hüseyin Emre Uzer, ÖST'lerde derecelendirme zorunluluğu bulunmadığını, ancak yatırımı yapmadan ne gibi değerlendirmeler yapılabileceğinin üzerinde durulabileceğini belirterek, "Aldıktan sonra elinizde tuttuğunuz sürece riski yönetme

şansınız yok, yapılabilecek bir şey görünmüyor, piyasanın kendi içinde çözülmesi daha sağlıklı," dedi. Ömer Yenidoğan, ÖST yatırımı yaparken kurumlarında nasıl bir süreç işlediğini anlattı. ÖST fonlarının sermaye piyasaları için çok önemli bir enstrüman olduğunu düşündüklerini belirten Yenidoğan, "Bunun da nedeni şu: Türkiye'de az olan tasarrufların %60'ının mevduatta olması dolayısıyla tasarruf sahiplerinin bir günde mevduattan hisse senedine geçmesi çok gerçekçi değil. ÖST'ler çok önemli bir fırsat yaratıyor. ÖST fonu kuran 4-5 şirketten bir tanesiyiz. Ancak bayağı da zorlandığımızı söylemem gerekiyor," diye konuştu.

Botan Berker, yabancı yatırımcıların gelebilmesi için tahvil piyasasının son derece önemli yatırımlardan bir tanesi olduğunu belirterek, "Yabancıların nasıl piyasamıza girebileceğini değerlendirmek lazım. En önemli konu güven sağlanması. Kredi riskinin düzgün bir şekilde değerlendiriliyor olması ve iflas durumunda da ne kadarlık bir tazmin



alabilecekleri,” dedi. Tahvillerde özel covenantlar olduğuna değinen Berker, “Tahvilden elde edilen gelirlerin şirket açısından nerelerde değerlendirileceğinin çok ciddi, ve kesin bir şekilde söylenmesi gerekiyor”, dedi.

Kendi kurumlarının değerlendirme kriterini anlatan Tankut Taner Çelik de, ana kriterlerinin uluslararası derecelendirme kuruluşundan yatırım yapılabilir notu alınmış olması, şirketin banka ile ilişkisinin sürüyor olması, borsada ihraç ettiği hisse senetlerinin olması olarak sıraladı. Sınıflandırma yapılması gerektiğini söyleyen Ömer Yenidoğan, “Belli kriterler koyup ÖST’leri bunların dahilinde sınıflandırabilirsek buna göre seçim yapılabilir,” önerisinde bulundu ve BES fonlarına alınacak ÖST’lerin ise ayrı bir şekilde derecelendirilmesi gerektiğini söyledi.

3.PANEL

BES ve Portföy Yönetimi Sektörü

Moderatör: Tevfik Eraslan - İş Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

Panelistler: Selamet Yazıcı - Ha-

zine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü GM. Yrd.

Esra Ada Vural – SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanı

Mehmet Bostan – EGM Başkanı

Ömer Gencal – HSBC Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı

Cemal Onaran – Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Genel Müdürü

BES’de yatırımcı bilinçlendirilerek yüksek ivme korunmalı

Panelde, ülkemizde tasarrufların artırılması, büyüme, cari açığın finansmanı gibi konularda çözüm sunabilecek önemli bir enstrüman olarak Bireysel Emeklilik Sistemi’ndeki potansiyel ve gelinen nokta tartışıldı. Hazine’den Selamet Yazıcı, devlet katkısının sisteme yeni bir ivme kazandırdığını belirterek, “Geldiğimiz nokta yarattığı potansiyel açısından iyi bir nokta,” dedi.

Sistemin ilave tasarruf yaratıyorsa bir anlam ifade edeceğine dikkat çeken Yazıcı, “Dünyada bu kadar cömert bir devlet teşviki yoktur. Bu

reformun yapılabilmiş olmasının en önemli nedenlerinden biri tasarruflarla ilgili yaşadığımız sıkıntı,” dedi. Esra Ada Vural da, “Gerek yatırımcı algısı gerek sistem katkısı anlamında BES’te çok önemli bir potansiyel var, gerek 2013-2015 orta vadeli ekonomik program, gerek İstanbul Finans Merkezi projesinde, gerek uzun vadeli tasarrufların artırılmasında en önemli kalemi BES olarak görüyoruz,” diye konuştu. Vural, sektörün de fon getirilerinin artırılması ve katılımcıların bilinçlendirilmesi ile geliştirilmek zorunda olduğunu söyledi.

Mehmet Bostan da, bundan sonrasında kurumsal işveren katkısına odaklanılması gerektiğini belirterek, “Acilen bunu özendirmeliyiz. Gerekirse %25’i paylaştırmak lazım. Sistemin sürekliliği için kurumsal katkı şart,” diye konuştu. Bireysel Emeklilik Sistemi konusunda sunumundan rakamlarla hızlı gelişmeyi aktaran Cemal Onaran da, en hızlı yüzdesel büyümenin doğu ve güneydoğu bölgelerinde olduğunu belirterek, “Bu da bize



yüzde 25 devlet katkısının herkeşe yayılmasının ne kadar isabetli olduğunu göstermekte,” dedi. İlk dört ayda yaşanan hızlı gelişmenin ardından yaz aylarıyla birlikte bir yavaşlama söz konusu olduğuna işaret eden Onaran, “Tekrar canlanmayı sağlayabilmek için yeni çalışmalara ihtiyaç duyulacağını düşünüyoruz,” dedi.

Ömer Gencal ise sunumunda, Eylül 2005-2013 arasında emeklilik fonlarında bazı fon sınıflarında getiriler konusunda bilgi verdi ve uzun vadede fon getirileri arasında önemli farklar olduğunu gösterdi. Gencal, bireysel emeklilik şirketleri ile portföy yönetim şirketlerinin yakın çalışmaları gerektiğine dikkat çekti.

4. PANEL

Fon Platformu, Alternatif Dağıtım Kanalları, Bağımsız Danışmanlık

Moderatör: Özgür Güneri – Finans Invest Genel Müdürü

Panelistler: Sezai Bekgöz – Takasbank Genel Müdür Yardımcısı

Dr. Aydın Seyman – Borsa İstanbul Genel Müdür Yardımcısı
İlhami Koç – T.İş Bankası Genel Müdür Yardımcısı
Zeki Şen – Garanti Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

Teknik altyapı tamam ama katılım artmalı

Fon platformunun faaliyete geçmesine yönelik çalışmalar ve Takasbank'ın getireceği yeni uygulamalar konusunda bilgi veren Sezai Bekgöz, “İşlem hacmi ve katılımın artması için bir şeyler yapılmalı” dedi.

Merkezi karşı taraf uygulamasını anlatan ve ikinci bir yenilik olarak da veri bankasını daha da geliştireceklerini belirten Bekgöz, Ocak ayı sonunda bu çalışmaların da tamamlanmış olacağını kaydetti.

Dr. Aydın Seyman da, Borsa İstanbul'da 1 Şubat tarihi itibarıyla emirlerin kendi apileri üzerinden hisse senedi yatırımcılarına da kolaylık sağlamak üzere, fon emirlerinin gönderilmesini sağlayan bir

yapı oluşturulduğunu ifade etti ve ekledi: “SPK artık bunu zorunlu hale getirecek diye bir beklentimiz var. Şu anda kullanan yok.”

İş Yatırım'da 2009 yılında başka kurumların fonlarını da satmaya başladıklarını anlatan İlhami Koç, yatırım danışmanlığının önemine dikkat çekti. Kendi kurumlarında bunu uyguladıklarını anlatan Koç, “Sonuçta dört yılda 19 tane fon oldu. Toplam fon büyüklüğü ilk başladığımızda 136 milyon idi, beş kat karttı ve özel fonlar hariç 821 milyon TL'ye çıktı. Yüzde 80'i kendi fonlarımız değil. Risk analizi yapıp, yatırım danışmanı varsa istenilen sonuçlar alınabilir diye düşünüyorum. Kendi iç sistemimiz piyasadan fazla büyüdü ve büyümeye de devam ediyor,” diye konuştu.

Zeki Şen ise, teknik anlamda gelişmelerin olumlu olduğunu ve her zaman bunlara açık olunması gerektiğini belirtirken, yapılması gerekenin yatırım fonu algısını artırmak olduğunu vurguladı.

BİLGİ YÖNETİMİ ve ENDEKS KOMİTESİ

TKYD Bilgi Yönetimi ve Endeks Komitesi ilk başta sadece endeksler üzerinde çalışma yapmak amacıyla oluşturulmuş, ancak zaman geçtikçe endeksler dışında, sektörün sahip olduğu verilerin derlenmesi ve toplanması üzerinde çalışmaların yapılmasında da görev alınmıştır.

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin (TKYD) etkili bir sivil toplum örgütü olarak, sahip olduğu misyonu en başarılı şekilde gerçekleştirmesi açısından Dernek içerisinde komitelerin varlığı ve çalışmaları son derece önemlidir. Komitelerin bir kısmı önceleri geçici olarak kurulmuş, sonrasında ise üzerinde devamlı çalışmalar yapmak ve sektörün ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kalıcı hale getirilmiştir. Çalışma grubu şeklinde faaliyet gösteren komitelerden biri de Bilgi Yönetimi ve Endeks Komitesi'dir.

Komitemiz ilk başta sadece endeksler üzerinde çalışma yapmak amacıyla oluşturulmuş, ancak zaman geçtikçe endeksler dışında, sektörün sahip olduğu verilerin derlenmesi ve toplanması üzerinde çalışmaların yapılmasında da görev alınmıştır.

Endeks hesaplamalarına ilk önce A ve B tipi yatırım fonlarının performansını ölçmek amacıyla başlanmış, sonrasında sırasıyla Bono, Eurobond, Repo, Özel Sektör Tahvilleri ve Altın endeksleri yaratılmıştır. Son olarak finansal ürün çeşitliliğinin artmaya başlamasının ardından kira sertifikalarının endeksi oluşturulmuştur. Bu suretle pay senetleri hariç sermaye piyasası araçları arasında bulunan her bir dayanak varlığın endeksi hesaplanmaktadır. Ayrıca endekslerin geçmiş verilerine sahip olunması da gelecekte bu veriler üzerine istatistiki çalışmaların yapılmasına da imkan sağlamaktadır.

Endekslerin gerekliliği, portföy



Cenk Aksoy
TKYD Bilgi Yönetimi ve
Endeks Komitesi Başkanı

yönetimi sektörünün ihtiyacına göre ortaya çıkmaktadır. TYKD endeksleri ağırlıklı olarak sektör tarafından, yönetimi altındaki portföylerin performansını ölçmek amacıyla kullanılmaktadır. Endeksler, her bir portföyün karşılaştırma ölçütünde yer alarak, dayanak varlığın performansını temsil etmektedir.

Endekslerin oluşturulmasında üç temel kriter esas alınmaktadır.

1. Endekslerin bir ihtiyaç olarak ortaya çıkması,
2. Endekslerin bu ihtiyacı karşılaması ve kullanılacak olması,
3. Endeksleri şeffaf bir şekilde replike edilebilir olması.

Aslında ihtiyaç olan endeksin meydan getirilmesinde ana etken, yatırımcıların talebi olmaktadır. Söz konusu talep ile finansal ürün ortaya çıkarken, dayanak varlığın perfor-

mansını hesaplamak için endeks ihtiyacı doğmaktadır. Diğer taraftan yatırımcılar tarafından talep edilecek bir varlığın endeksini yaratmak ve sürdürmek ise anlamlı değildir. Komitemiz, bu konu üzerinde hassas bir şekilde durmaktadır. Kısaca, endeksin yaratılması için üzerine yapılacak finansal ürünün yatırımcılar tarafından talep edilmesi, portföy yöneticilerinin ise endeks içerisinde bulunan her bir varlığın ağırlıklarını şeffaf bir şekilde görebilmesi gereklidir. Böylece portföy yöneticileri, karşılaştırma ölçütü üzerinde ek getiri elde edebilmeleri için, endeks içerisinde bulunan her bir varlığı hiç taşımayarak veya farklı oranlarda taşıyarak "menkul kıymet seçimi" ile fark yaratmaktadır.

Önümüzdeki dönemde TKYD, Borsa İstanbul ve diğer sivil toplum örgütleri ile işbirliği yaparak, endekslerin çeşitliliğini artırıp farkındalık yaratmak yönünde adımlar atmayı planlanmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişimi açısından kurumsal yatırımcıların önemi son derece kritiktir. Ülkemizde kurumsal yatırımcıları temsil eden portföy yönetimi sektörünün hizmet kalitesinin yükselmesi de konuyla doğrudan ilintilidir. Sermaye Piyasası Kanunu ile yeni bir yol haritası çizilmiştir. Rekabetin etkisiyle finansal ürün çeşitliliği artacaktır. Bu süreçte sektörün ihtiyacı doğrultusunda endekslerin geliştirilmesi ve yeni endekslerin oluşumunda Komitemiz aktif görev almaya devam edecektir.

Sektörde ağırlıklı olarak yabancı ülke bonolarına yatırım yapan ilk ve tek fon

Türkiye İş Bankası B tipi Global Borçlanma Araçları Yabancı Menkul Kıymetler Fonu

Ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerin eurobondlarına ve bunun yanında gelişmiş ülkelerin bonolarına ve yatırım yapılabilir seviyedeki özel sektör tahvillerine yatırım yapan bu fon, yatırımcılara hisse senedi riski almadan farklı ülkelere yatırım yapma ve yüksek faiz oranı olan ülkelerin getirilerinden faydalanma imkanı sunmaktadır.

Türkiye’de fon katılımcılarının tercihleri incelendiğinde, sabit getirili menkul kıymet ağırlıklı fonlara olan talebin diğer fonlara kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir. Fon büyüklüklerine göre karşılaştırma yapıldığında, kısa vadeli bono, bono ve eurobond fonları yatırım fonlarının %37’sini oluşturmaktadır. Likit fonlar hariç bu oran hesaplandığında %65’e kadar yükselmektedir.

Buna karşılık Türkiye’de yüksek faiz, yüksek enflasyon döneminin sona ermesiyle beraber, reel ve nominal faiz getirilerinde düşüşler olmuş, yatırımcılar daha yüksek getiri elde edebilecekleri alternatif araçlara yönelmişlerdir.

Türkiye İş Bankası B Tipi Global Borçlanma Araçları Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, sabit getirili menkul kıymet fonları ile, yatırım



Cem Şekerci
Portföy Yöneticisi / Alternatif Yatırım
Ürünleri Bölümü - İş Portföy Yönetimi A.Ş.

çeşitliliğini arttıran uluslararası piyasalara yatırım yapan fonların birleşimi olarak oluşturulmuştur. Ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerin eurobondlarına ve bunun yanında gelişmiş ülkelerin bono-

larına ve yatırım yapılabilir seviyedeki özel sektör tahvillerine yatırım yapan bu fon, yatırımcılara hisse senedi riski almadan farklı ülkelere yatırım yapma ve yüksek faiz oranı olan ülkelerin getirilerinden faydalanma imkanı sunmaktadır.

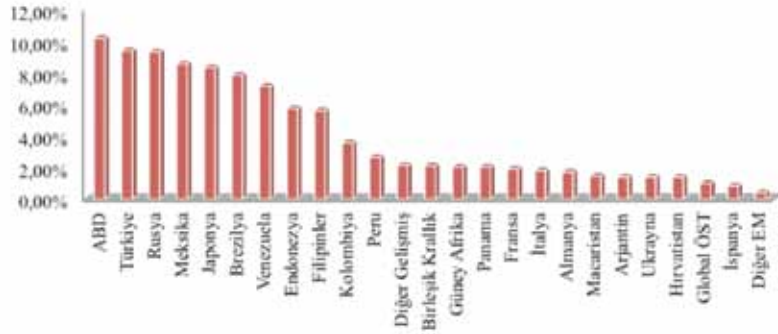
Gösterge Endeks ve Yatırım Stratejisi

Fonun karşılaştırma ölçütü üç endeksten oluşmaktadır. Yüzde 70 ağırlığı bulunan JP Morgan EMBI+ endeksi, 17 adet gelişmekte olan ülkenin eurobondlarından oluşan bir endekstir. Endeksin içinde bulunan Türkiye, Rusya, Meksika, Brezilya, Venezuela, Filipinler, Macaristan ve Ukrayna gibi ülkelerin eurobondları fon portföyüne dahil edilerek, fon katılımcısına dünyanın gelişmekte olan

Gösterge Endeks Dağılımı



Gösterge Endekste Ülke Ağırlıkları



bölgelerine yatırım yapma imkanı sağlanmaktadır.

İkinci olarak %29 ağırlıktaki JP Morgan GBI Global Endeksi ABD, Japonya, İngiltere, Fransa, İtalya, Almanya ve İspanya gibi dünyanın gelişmiş olan ekonomilerinin bonolarını içinde bulundurmaktadır. TDG fonu da bu ülkelerin dolar ve euro cinsi bonolarına yatırım yaparak, fon katılımcılarına bu ülkelerin de sabit getirili menkul kıymet pazarlarını açmaktadır. Son olarak %1 ağırlıktaki JP Morgan JULI endeksinde de, Türkiye dahil olmak üzere dünyanın birçok ülkesinden

yatırım yapılabilir seviyedeki özel sektör tahvilleri bulunmaktadır. Bu da fon pay sahiplerine ülke tahvillerinin yanında, hem farklı bir pazara hem de devlet tahvillerine göre daha yüksek getiriye sahip olan özel sektör tahvillerine yatırım yapma imkanı tanımaktadır. Yatırım yapılabilecek tahvil çeşitliliğinin yanı sıra, fon portföyünün aktif yönetimiyle de getiriyi çoğaltmak amaçlanmaktadır. Bunun için gösterge endeks içindeki enstrümanlardan bazıları görece uzun/kısa taşınarak, gösterge endeks üzeri getiri elde etmek

hedeflenmektedir.

Klasik bir sabit getirili menkul kıymet ya da eurobond fonunda ağırlıklı olarak Türk devlet tahvilleri ve eurobondları taşınması sebebiyle, bu fonlarda ek getiri sağlayabilmek için getiri eğrisi üzerinde pozisyon değiştirilmektedir. Ülke spesifik riskler oluştuğunda ise, bu tarz fonlarda bu risklerin etkileri güçlü bir şekilde gözlemlenmektedir. Global borçlanma araçları fonunun gösterge endeksinde birçok ülkenin bulunması, ülke spesifik risklerin dağıtılmasına yardımcı olmaktadır.

Türkiye İş Bankası B Tipi Global Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, portföy yönetimi sektöründe ağırlıklı olarak yabancı ülke bonolarına yatırım yapan ilk ve tek fondur. Hisse senedi ya da borsa yatırım fonu riski almadan, yabancı ülke borçlanma araçlarına yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için alternatif bir enstrüman olmuştur. Fon portföyü euro ve dolar bazlı sabit getirili menkul kıymetlerden oluştuğu için uzun vadede döviz mevduatına bir alternatif olarak da öne çıkmaktadır.

Türkiye İş Bankası A.Ş. B Tipi Global Borçlanma Yabancı Menkul Kıymetler Fonu

Fon Kurucusu: Türkiye İş Bankası A.Ş.
Fon Yöneticisi: İş Portföy Yönetimi A.Ş.
Dönüşüm Tarihi: 05/06/2013
Karşılaştırma Ölçütü: %70 JP Morgan EMBI+ Endeksi + %29 JP Morgan GBI Global Endeksi + %1 JP Morgan JULI ÖST Endeksi
Risk Seviyesi: Orta Yüksek
Alım saatleri: İleri Fiyat Uygulaması (1)
Satım saatleri: İleri Fiyat Uygulaması (3)

Ağırlıklı olarak yabancı hisse senetlerine yatırım yapan

Akbank Özel Bankacılık B Tipi Dengeli Yabancı Menkul Kıymetler Fonu

Akbank Özel Bankacılık B tipi dengeli yabancı menkul kıymetler fonu, yatırımcının yabancı hisse senedi piyasalarındaki fiyat hareketlerinden yararlanması için ideal bir yatırım enstrümanı sunmak amacıyla kurulmuştur. Fon fiyatı TL olarak açıklanmakla birlikte, fonun portföy yapısı yabancı para cinsinden menkul kıymetlerden oluştuğu için, kurdaki hareketler de fonun performansında belirleyici olmaktadır. Fon uzun vadeli bir bakış açısı ve dengeli bir portföy yapısı ile ağırlıklı olarak yabancı hisse senetlerine yatırım yapar ve yurtdışı piyasalardaki getiri potansiyelinden faydalanma imkanı sunar. Fonun yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmakla birlikte yalnızca %10 stopaja tabi olması da önemli bir vergi avantajı sağlamaktadır.

Yatırım stratejisi doğrultusunda “aktif portföy yönetim stratejisi” ile yönetilen fon, kısa vadeli hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmaları ön planda tutmaksızın, uzun vadede getiri ve büyümeyi amaçlar. Bu doğrultuda fon yöneticisi, uzun dönemli stratejik hedefler dahilinde yatırım yapılacak ülkeleri belirleyerek, bu ülkelerin menkullerinde yaşanabilecek olumlu gelişmelerden maksimum düzeyde yararlanmaya çalışır. Fon, ağırlıklı olarak S&P500, Nasdaq ve DAX gibi Amerika ve Avrupa'nın önde gelen borsalarında işlem gören hisse senetlerine yatırım yapmakla birlikte, yatırım fırsatlarına göre diğer gelişmiş ve kısmen gelişmekte olan ülke borsalarındaki hisse senetlerini de portföyüne dahil edebilir. Portföyünün en az %90'ını sürekli olarak dünya piyasalarında işlem gören pay senetlerine yatırmayı hedeflemektedir. Karşılaştırma ölçütündeki en yüksek ağırlığa sahip endeks “MSCI Global Equity Index” yani “Global Hisse Senetleri Endeksi”dir. Fonu



Özgür Demiral, CFA
Uluslararası Fonlar Müdürü
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

oluşturan hisse senetlerinin seçiminde ise, şirketlerin rekabetçi, korunaklı ve büyüyen şirketler olması temel kriter olarak sayılabilir.

Fonun “aktif yönetim stratejisi”ni ortaya koyabilecek bir örnek olarak; 2008 ekonomik krizinden sonra bu strateji dahilinde fon, fazlasıyla ucuzlayan Amerikan hisselerinin portföyündeki ağırlığını artırarak kriz sonrası toparlanma sürecindeki hızlı fiyat artışlarından en iyi şekilde faydalanmayı hedeflemiştir. Son dönemde ise Avrupa piyasalarında olumlu havanın artması ve bu piyasalarda işlem gören firmaların da bu olumlu havadan pozitif etkilenmesi beklentisinden dolayı, fonun Avrupa piyasalarına olan ilgisi artmıştır.

Akbank Özel Bankacılık B Tipi Dengeli Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, portföyünde değerlendirme açısından pahalı olmayan, mevcut konjonktürün desteklediği ve yüksek getiri potansiyeli olan küresel şirketlere yer vermektedir. Portföyümüzde uzun zamandır taşıdığımız GOOGLE, bu tanımlama-ya uygun bir örnektir. Uzun yıllardır internet arama motorları arasında lider pozisyonunu sürdüren firma, geliştir-

diği Android yazılımı ile son yıllarda hızlı büyümekte olan akıllı telefon ve tablet bilgisayar piyasasında çok önemli bir konuma yükselmiştir. Rekabetin çok önemli olduğu teknoloji piyasasında Samsung ve HTC gibi dünya devi teknoloji firmalarının yazılımlarını sağlamaktadır ve devam etmekte olan ileri teknoloji projeleri ile gelecek yıllarda büyümenin sürecine işaret etmektedir. Fonumuzun GOOGLE'a yaptığı doğru zamanlı yatırım, hızlı büyüme sürecindeki değer artışından yatırımcıların nemalanmalarını sağlamıştır.

Mevcut koşullarda güncel küresel para politikası dikkate alındığında ise, Amerikan Merkez Bankası FED'in sürdürdüğü varlık alım programını ve parasal genişleme politikasını 2014 ortasına kadar azaltarak sonlandırmayı hedefledikleri açıklanmıştır. Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülke piyasalarının negatif ayrışmaları olasılığı, Yabancı Menkul Kıymet Fonu'nun orta-uzun dönemde korunaklı ve cazip bir yatırım aracına dönüşmesini sağlayabilir. ABD borsalarında işlem gören hisselerin fiyat/kazanç oranının tarihsel ortalaması 16 iken, şu anki fiyat/kazanç oranı 14 seviyelerindedir. Bu durum ABD hisselerinin geçmişe göre daha iskontolu olduklarını göstermektedir. Avrupa piyasalarındaki durum da ABD'ye benzerlik göstermektedir. Bu yüzden önümüzdeki yıllarda, ABD ve Avrupa piyasalarının yukarı yönlü hareket edeceğine dair görüşümüzü koruyoruz.

Akbank Özel Bankacılık B Tipi Dengeli Yabancı Menkul Kıymetler Fonu

Fonun Adı: Akbank Özel Bankacılık B Tipi Dengeli Yabancı Menkul Kıymetler Fonu

Fonun Tipi: B Tipi

Fonun Türü: Yatırım Fonu

Kurucu: AKBANK T.A.Ş.

Yönetici: AK PORTFÖY A.Ş.

Halka Arz Tarihi: 05.05.2006

Fonun Yönetim Ücreti: 2,00% (Yıllık)

Karşılaştırma Ölçütü: MSCI Global Equity Index 90,0% - KYD TL 182 Gün 8,0% - Citigroup WGB Index 1,0% - KYD Brüt O/N Ters Repo 1,0%

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarında Yeni Tebliğin Muhtemel Etkileri

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, portföy işletmeciliği faaliyeti ile istigal eden sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu kurumların kuruluş ve faaliyet esaslarını düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-48.2 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği 29 Ağustos 2013 tarihinde yayınlandı. Yeni Tebliğin genel itibarıyla 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na uyum sağlama amacını taşımasının yanında, bazı önemli yenilikler içerdiği görülmektedir.

Öncelikle portföyde en az %25 oranında hisse tutma esasına dayanan A tipi ve B tipi menkul kıymet yatırım ortaklığı ayrımı kaldırılmıştır. Vergi düzenlemeleri açısından A ve B tipi arasında zaten bir fark kalmamış olduğundan bu ayrımın kaldırılmasının isabetli olduğunu düşünüyoruz. Bunun haricinde şimdiye kadar yapılamayan vadeli mevduatın yeni tebliğde belli sınırlamalar çerçevesinde yapılabilmesi, özellikle piyasada belirsizliğin hakim olduğu dönemlerde riski düşük olan, fakat piyasa koşulları çerçevesinde makul bir getiri sunabilen bir yatırım aracına imkan tanıdığı için olumlu bir yenilik olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan ortaklıkların faaliyetine ve organizasyon yapılarına ilişkin bazı yenilikler de mevcut, örneğin teftiş birimi kurulması,



Yeşim Tükenmez
Genel Müdür
İş Yatırım Ortaklığı A.Ş.

müfettiş atanması bunlardan bir tanesi. Bu düzenlemeler hiç kuşkusuz ortaklık portföylerinin dolaylı olarak küçük yatırımcıların korunması amacıyla yapılmaktadır. Ancak ortalama 4-5 kişilik personeli, tek bir faaliyeti olan bu kurumlarda portföyün değerlendirilmesi, faaliyetin mevzuata uygunluğu, portföye alınan kıymetlerin mevzuat ve ana sözleşmede yer alan sınırlamalara uygunluğu gibi hususların gerek iç kontrol, gerek teftiş birimi, gerek yeni Kanun ile zorunlu kılınan portföy saklama kuruluşu tarafından aynı anda denetleniyor olmasının ek bir fayda getirmeyebileceği hatta bazı sakıncaları olabileceği görüşündeyiz. Bu düzenleme, ortaklıklarda sürekli devam eden bir denetim kaosuna yol açabilecek, daha da önemlisi ilgili kurumlara ve/veya personele yapılan hizmet

bedeli ve ücret ödemeleri, maliyetleri büyük oranda yükseltecektir. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının faaliyetlerinin doğası ve aynı zamanda mevzuat gereği risk yönetimi sistemine sahip olmaları zorunludur. Risk hesaplamaları ciddi bir teknik alt yapı ve kaliteli eleman gerektirdiğinden, çoğunlukla hali hazırda bu sistemi kurmuş olan yatırım şirketlerinden ilgili hizmetin alınması tercih edilmektedir. Yeni tebliğ buna olanak sağlamakla birlikte, yapılan düzenlemelerin daha çok ortaklık bünyelerinde kurulan risk yönetimi birimlerine yönelik olduğu, bu hizmetin dışarıdan sağlanması durumunda uygulanacak prosedüre ilişkin bir netlik bulunmadığı gözlenmektedir. Risk yönetim sisteminin işleyişinin sorumluluğunun Riskin Erken Saptanması Komitesi'ne verilerek, raporlamaların bu komiteye yapılması Sermaye Piyasası Kurulu'nun diğer tebliğleri ile bütünlük arz etmesi açısından daha isabetli olabilecektir.

Sonuç olarak, yeni Tebliğde önemli bir yenilik olarak göze çarpan ortaklıkların faaliyetine ilişkin benzer konuların farklı yapılarca, aynı anda sürekli olarak denetleniyor olması durumunun uygulamada beklenen katkıyı sağlamayabileceğini, kaynak kullanımını verimli olmaktan uzaklaştıracağını, buna bağlı olarak artan maliyetler ve iş yükü sebebiyle menkul kıymet yatırım ortaklıklarının olumsuz yönde etkilenebileceğini düşünmekteyiz.

Türkiye'de Yurt İçi Tasarruf Açığına Makro Bir Bakış

Giriş

Yurt içi tasarruf oranı ekonominin genel dengesi açısından önemli olan temel değişkenlerden biridir. Özellikle gelişmekte olan bir ülke için tasarruf oranı, gerek sermaye birikimi ve büyümenin sürdürülebilirliği açısından gerekse servet birikimindeki gelişim üzerinde belirleyici olması bakımından önem taşımaktadır. Diğer bir ifadeyle, bireylerin yaşamları boyunca refah düzeylerinde istikrar sağlayarak hayat standartlarındaki dalgalanmaları azaltabilmeleri için tasarruflar önemli bir işlev görmektedir.

Türkiye özelinde ise tasarruf oranları, cari işlemler dengesi ile yakın etkileşimi nedeniyle yakın dönemdeki ekonomi politikalarının ve orta vadeli ulusal programların odağında yer almaktadır. Tasarruf oranlarında son yıllarda yaşanan belirgin düşüş cari işlemler açığının yüksek seyretmesine neden olmakta ve dolayısıyla dış finansman kanalından gelecek şoklara karşı ekonomiyi kırılgan hale getirerek makroekonomik istikrarı olumsuz etkileme potansiyeli taşımaktadır. Nitekim yakın dönemde dış dengenin sürdürülebilirliğine dair soru işaretleri sıklıkla gündeme getirilmektedir. Bu notun ilk bölümünde söz konusu tartışmalara katkıda bulunmak

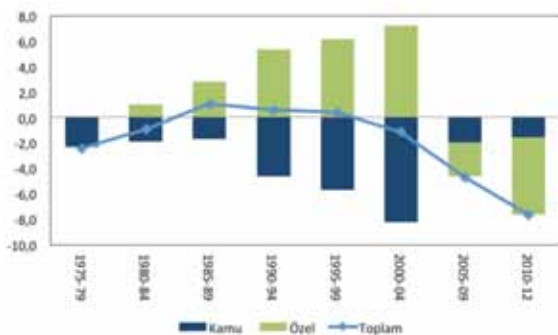
amacıyla, yurt içi tasarruf oranının son yıllardaki seyrine dair makro perspektiften genel bir değerlendirme yapılmaktadır. Bu çerçeveden hareketle, ikinci bölümde kurumsal nitelikteki finansal tasarrufların önemine değinilmektedir.

Türkiye'de Tasarruf Oranları: Genel Eğilimler

Türkiye'de 2000'li yıllardan itibaren tasarruf açığının giderek artma eğiliminde olduğu gözlenmektedir. Özellikle son yıllarda yurt içi tasarruflar toplam yatırımların oldukça altında gerçekleşmekte ve aradaki fark dış sermaye girişleriyle karşılanmaktadır. Artan tasarruf-yatırım açığının ise büyük oranda özel tasarruf açığındaki artıştan kaynaklandığı görülmektedir (Grafik 1).

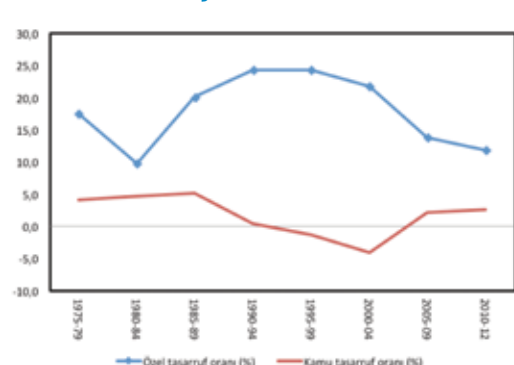
Son yıllarda toplam tasarruf açığında gözlenen artışta özel tasarruf oranındaki düşüş önemli bir rol oynamıştır. 1990'lı yıllarda ortalama olarak yüzde 24 düzeyinde olan özel tasarruf oranı 2010-2012 döneminde yüzde 11,7'ye düşmüştür. Makroekonomik istikrarın güçlenmesiyle birlikte ihtiyati tasarruf eğilimindeki düşüş, bu süreçte faizlerin gerilemesi ve vadelerin uzamasıyla krediye erişimin kolaylaşması, sermaye girişleriyle finansman kısıtlarında

Grafik 1: Dönemler İtibarıyla Türkiye'de Tasarruf Yatırım Açığı (%)



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

Grafik 2: Türkiye'de Tasarruf Oranları (%)



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

ortaya çıkan gevşeme 2000'li yıllarda tasarruf oranlarının düşmesinde önemli rol oynamıştır. Söz konusu dönemde kamu tasarruf-yatırım dengesinde gözlenen kayda değer iyileşme özel tasarruf-yatırım dengesindeki bozulmayı telafi etmekte yeterli olmamıştır (Grafik 2). Bu gelişmeler sonucunda, özellikle son yıllarda Türkiye'de demografik yapının ve diğer yapısal faktörlerin ima ettiği düzeyin altında bir tasarruf oranı ortaya çıkmıştır.



Hakan Kara
TCMB Baş Ekonomisti



Doç. Dr. Cihan Yalçın
Kıdemli Ekonomist
TCMB Araştırma ve Para Politikası
Genel Müdürlüğü

maktadır. Mevcut çalışan başına sermaye stoku 2002-2012 ortalaması için ABD'deki düzeyin yaklaşık yüzde 25'ine tekabül etmektedir (Saygılı ve Cihan, 2013). Zaman içinde bu farkın kapanması beklenmektedir. Nitekim büyüme muhasebesi hesaplarına göre anılan dönemde büyümenin yarısı sermaye birikiminden

kaynaklanmıştır (Yalçın ve Thomas, 2011). Yaptığımız hesaplamalar, toplam faktör verimliliği ve istihdam artışının son yıllardaki eğilimini koruyacağı varsayımı altında Türkiye'nin yıllık ortalama yüzde 5 büyüebilmesi için yatırım oranının yüzde 20 düzeyinde olması gerektiğini ortaya koymaktadır. Nitekim Türkiye ekonomisinin ortalama yüzde 5'e yakın büyüdüğü son 10 yıllık dönemde yatırım oranı ortalama yüzde 20,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu dönemdeki ortalama yurt içi tasarruf oranı yüzde 15,2 olurken tasarruf açığı ortalama yüzde 5,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3). Yakın dönemde de cari açığın konjonktür etkilerinden arındırılmış ana eğiliminin yüzde 5 civarında seyretmesi, yapısal tasarruf açığının sürdüğüne işaret etmektedir (Kara ve Sarıkaya, 2013).

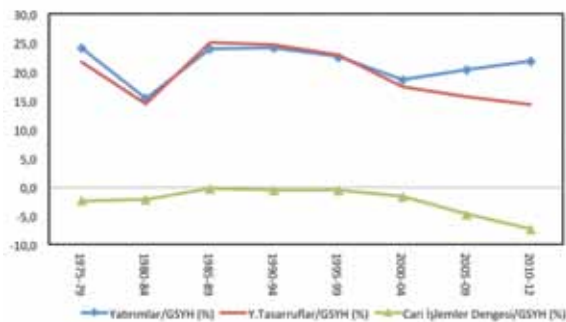
Tasarruf Açığı ve Ekonomik Büyüme

Tasarruf açığının zaman içinde artması büyümenin artan oranda dış borçlanma ile karşılanması ihtiyacını da beraberinde getirmiştir. Bunun yanı sıra, finanse edilmesi gereken açığın yüksek olması sermaye akımlarının kalitesini de olumsuz etkileyebilmektedir. 2008 Lehman krizi sonrası dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığında ciddi bir artış olduğu da göz önüne alındığında, dış sermaye girişlerinde ortaya çıkabilecek ani kesintilerin büyümenin düzeyini ve oynaklığını önemli ölçüde etkileyebilme potansiyeli taşıdığı ifade etmek mümkündür (Kara 2012). Ayrıca, yurt içi tasarruf oranının düşük olduğu durumlarda teknoloji transferine imkan sağlayan uzun vadeli dış sermaye girişlerinde bir aksama olması da muhtemeldir (Aghion ve diğerleri, 2009).

Türkiye, gelişmiş ülkelerin refah seviyesine yakınsama sürecinde yüksek oranlı sermaye birikimine ihtiyaç duy-

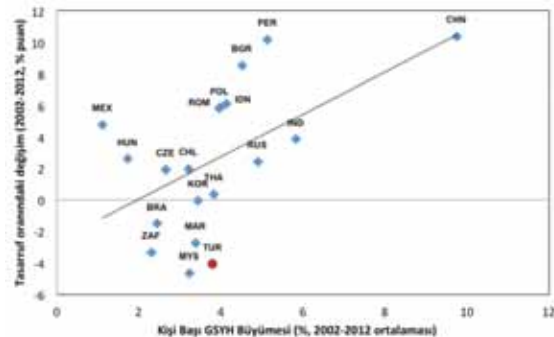
Dolayısıyla, reel yakınsama sürecinin sürdürülebilmesi açısından Türkiye'nin yatırım oranlarının bir müddet daha yüksek seviyelerde seyretmesi gerekmektedir. Öte yandan, mevcut düşük yurt içi tasarruf oranları yatırımların ve dolayısıyla büyümenin finansmanında dış tasarrufların

Grafik 3: Türkiye'de Yatırım, Tasarruf ve Cari Denge (GSYİH'ya Oran,%)



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

Grafik 4: 2005-2012 Döneminde Gelişmekte Olan Ülkelerde Tasarruf Oranındaki Değişim ve Kişi Başına Büyüme



Kaynak: World Bank Development Indicators

kullanımını gerektirmektedir. Böyle bir durumda ise, dış sermaye girişlerinde ortaya çıkabilecek bir aksaklık büyüme sürecini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Örneğin, şirket düzeyinde yapılan analizler şirketlerin satış büyümesinin yabancı para cinsinden borçlanmaya oldukça duyarlı olduğunu ortaya koymaktadır (Alp ve Yalçın, 2013). Bu gibi nedenlerden dolayı, yüksek tasarruf-yatırım açığının büyümenin sürdürülebilirliği açısından risk olduğu görüşü genel kabul görmektedir.

Türkiye’de yurt içi tasarruf oranı, benzer ekonomik gelir düzeyine sahip ülkelerin yurt içi tasarruf oranlarının altındadır (Dünya Bankası, 2012). Ampirik çalışmalar, ülkelerin kişi başı milli gelirlerinin artmasına paralel olarak tasarruf oranlarının yükseldiğini göstermektedir. Ne var ki Türkiye’de son yıllarda tasarruf oranındaki değişim kişi başına milli gelirdeki artışın ima ettiği düzeyin oldukça altında kalmıştır (Grafik 4). Bu durum, anılan dönemde ekonomide artan istikrar algılamasına bağlı olarak ihtiyati tasarruflarda ortaya çıkan düşüşün, gelir artışından gelen pozitif tasarruf etkisini fazlasıyla telafi ettiğine işaret etmektedir (Apaydın, Türel ve Yalçın, 2011).

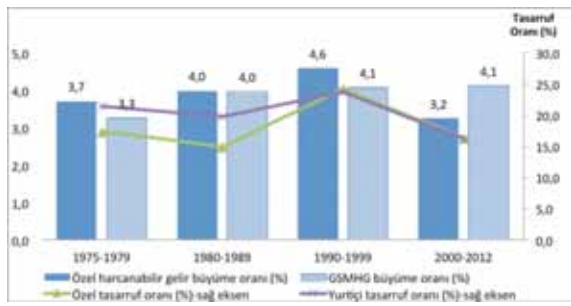
Türkiye’de son 10 yıl gibi ekonominin nispeten hızlı büyüdüğü bir süreçte tasarrufların düşüş kaydetmiş olması, bu dönemde büyümeyi ve yurt içi tasarruf oranlarını ters yönde etkileyen ortak bir faktörün olabileceğini de düşündürmektedir. Bu faktörün küresel sermaye akımlarındaki güçlenme ile ortaya çıkan düşük maliyetli borçlanma kanalı olabileceği değerlendirilmektedir.

Tarihsel Bir Perspektiften Harcanabilir Gelir ve Tasarruf

Tasarruf oranlarının yakın tarihteki gelişiminin daha sağlıklı değerlendirilebilmesi açısından tasarrufların bazını oluşturan harcanabilir gelir gelişmelerinin ince-

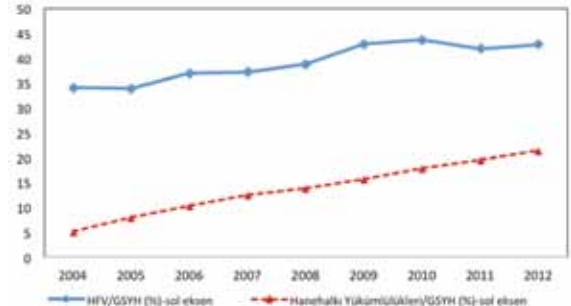
lenmesi yararlı olabilecektir. ¹ İstikrarsızlığın arttığı ve makro dengelerin önemli ölçüde bozulduğu 1990’lı yıllarda, faiz oranlarının yüksek seyretmesinin de etkisiyle özel harcanabilir gelir uzun dönem ortalamasının üzerinde bir büyüme kaydederken aynı zamanda özel tasarruf oranında belirgin bir artış gözlenmiştir. ² Bu dönemde tasarruflardaki artışta ekonomide yaşanan belirsizliklerin tetiklediği ihtiyati tasarruf güdüsünün de etkili olduğu değerlendirilmektedir. 2000’li yıllarda ise tam tersi yönde gelişmeler ortaya çıkmıştır. 2001 krizinden sonra alınan tedbirlerin de etkisiyle kamu maliyesinde ortaya çıkan belirgin iyileşme sonucunda faiz oranları ve hanehalkının faiz gelirleri düşmüş, özel kesim harcanabilir gelirindeki büyüme önemli ölçüde yavaşlamış ve tasarruf oranı düşmüştür (Grafik 5). Tarihsel bir perspektiften bakıldığında, 1990’lı yıllarda yoğunlaşan sosyal ve ekonomik belirsizliklerin körüklediği temkin güdüsüyle yapılan tasarrufların özellikle 2001 krizi sonrasında zayıflaması bir “normalleşme” süreci olarak değerlendirilebilir. Nitekim Grafik 7’de de görüldüğü üzere, 2000’li yıllardaki ortalama özel tasarruf oranı 1990’lı yıllar öncesindeki ortalama özel tasarruf oranlarına yakın düzeyde gerçekleşmiştir. Diğer bir ifadeyle tasarruf oranının düşüklüğü sadece 2000’li yıllara özgü değildir. Bu gözlem, konunun köklü ve yapısal boyutunun önemine işaret etmektedir. Özetle, Türkiye’de ve dünyada 2000’li yıllarda ortaya çıkan konjonktür ülkemizde tasarruf oranlarının dönemsel olarak gerilemesine katkıda bulunsa da, düşük tasarruf oranlarının büyük ölçüde daha yapısal nitelik taşıdığı gözlenmektedir. Türkiye’de tasarruf davranışının yapısal boyutu ve politika seçenekleri ile ilgili olarak son yıllarda kapsamlı çalışmalar yapılmıştır. ³ Söz konusu çalışmalarda ön plana çıkan hususlardan biri de finansal tasarrufların önemidir.

Grafik 5: Ortalama Harcanabilir Gelir Büyümesi ve Tasarruf Oranları



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

Grafik 6: Hanehalkı Finansal Varlık ve Yükümlülüklerindeki Gelişim (%)



Kaynak: TCMB

Finansal Tasarrufların Önemi

Yurt içi tasarruf oranının artırılması ve tasarrufların verimli kanallara aktarılması açısından finansal sistemin yapısı ve araç çeşitliliği büyük önem taşımaktadır. Türkiye’de bankacılık kesiminin finansal sektörde en büyük paya sahip olması nedeniyle finansal kaynaklara erişim kanalları da bankacılık sektörü ağırlıklı olarak şekillenmektedir. Finansal sistem, son yıllarda özellikle kredi arzındaki (yükümlülük tarafı) hızlı artışla birlikte önemli bir büyüme kaydetmiştir. Özel sektöre açılan kredilerin GSYİH içindeki payı 2001 krizinden sonra düşük baz ve dış sermaye girişlerinin de katkısıyla hızlı bir yükseliş sergilemiştir. Diğer yandan, tasarruf oranlarındaki gerilemeye paralel olarak “finansal varlıklar” tarafındaki büyüme daha sınırlı kalmıştır (Grafik 6). 2004-2012 döneminde, finansal tasarruf oranı olarak da adlandırabileceğimiz hanehalkı finansal varlıklarındaki değişimin GSYİH’ya oranı oynak ve düşen bir seyir izlemiştir. Diğer bir ifadeyle finansal tasarruflar son yıllarda hanehalkı tasarruf oranını artırıcı yönde katkıda bulunmamıştır.

2008 yılında ilk defa bir grup akademisyen tarafından yapılan Tüketici Finansmanı Anketi hanehalkının genel ve finansal tasarruf eğilimlerine dair çarpıcı sonuçlar sunmaktadır.⁴ Bu anket çerçevesinde gelir gruplarına göre tasarruflara bakıldığında, en üst gelir grubunda (90-100) yer alanların dahi sadece yüzde 38,1’inin tasarruf ettiği görülmektedir.⁵ Bu oran gelir düzeyi azaldıkça düşmektedir. Örneğin bir alt gelir aralığında (80-90 arasındaki yüzdede) yer alan hanehalkının yüzde 18,1’i tasarruf etmektedir (Yılmaz, 2010).

Anket sonuçları finansal varlık tutma eğiliminin oldukça düşük olduğunu göstermektedir. Hanehalkının sadece yüzde 30’u herhangi bir finansal varlığa⁶ sahip olduklarını beyan ederken, finansal olmayan varlığa sahip olan hanehalkının oranının yüzde 67 gibi bir oran olması dikkat çekicidir. Diğer bir ifadeyle, hanehalkının yüksek bir yüzdesi tasarruflarını finansal sistem dışında değerlendirmektedir. Altın tutanların oranı yüzde 14,8, arkadaş veya yakınlarına kredi verenlerin oranı yüzde 9,8’dir. Vadesiz mevduat tutanların oranı yüzde 8, vadeli mevduat tutanların oranı ise yüzde 3,4’dür. Çarpıcı bir veri, gelir dağılımının en üst diliminde bile finansal varlık tutan hanelerin oranının yüzde 60’ı geçmemesidir. Ankete göre, altın tutanların oranı tüm gelir aralıklarında diğer finansal varlıkları tutanların oranına göre daha yüksektir. Dahası, yastık altı para ve altın veya yakınlarına doğrudan fon aktarımı gibi kayıt altında olmayan

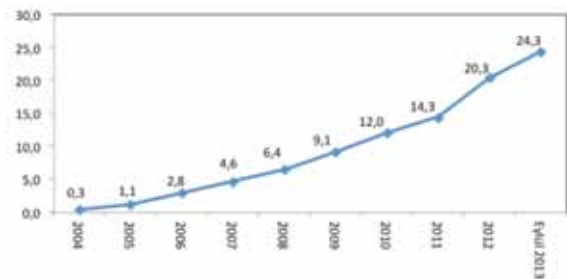
araçlar hala vadeli mevduat ve tasarruf hesaplarından daha fazla kullanılmaktadır.

Bütün bu gözlemler, finansal sistem dışında tutulan altın başta olmak üzere finansal tasarruflar ile konut sahipliği gibi finansal olmayan varlıklarda değerlendirilen tasarrufların sistem içine çekilmesi için yapılacak düzenlemelerin ve teşvik sistemlerinin büyük önem taşıdığını göstermektedir. Son dönemde Merkez Bankası’nın Rezerv Opsiyon Mekanizması sistemi çerçevesinde bankaların TL yükümlülüklerine uygulanan zorunlu karşılıklarının bir kısmını altın cinsinden tutabilme uygulaması bu yöndeki çabaları destekleyici bir adım olmuştur. Söz konusu sistem bankaların altın mevduatı toplamaya yönelik girişimlerini destekleyerek yastık altı tasarrufların finansal sisteme aktarımını teşvik etmektedir.

Finansal yatırım araçlarının çeşitlendirilerek finansal tasarrufların özendirilmesi, sadece tasarrufların verimli kanallara aktarılması bakımından değil, aynı zamanda varlık fiyatlarındaki aşırı hareketlerin dengelenmesi ve dolayısıyla finansal istikrarın korunması açısından da büyük önem taşımaktadır. Diğer bir ifadeyle, finansal araçların çeşitliliğinin artırılarak cazip ve ulaşılabilir hale getirilmesi hem finansal piyasaların gelişimini destekleyecek hem de finansal istikrarı güçlendirecektir. Bu bağlamda, tasarrufların sistem içinde değerlendirilmesine yönelik atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

Son yıllarda bireysel emekliliğin giderek yaygınlaşması Türkiye’de tasarrufların büyümesine ve sistem içine çekilmesine ciddi katkıda bulunabilecektir. 2003-2012 döneminde hanehalkı finansal varlıklarındaki ortalama artış yüzde 16,2 düzeyindeyken düşük bazın da etkisiyle bireysel emeklilik fonlarındaki büyüme yüzde 85

Grafik 7: BES Kapsamında Biriken Fonlar (Milyar TL)



Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi

³ Bakınız Dünya Bankası CEM Raporu (2012), Kalkınma Bakanlığı Özel İhtisas Komisyonu Taslak Raporu (2013).

⁴Bu anketin ayrıntıları ve bulguların geniş özeti Fikret Adaman, Mehmet Kaymaz ve Tansel Yılmaz tarafından kaleme alınan “Hanehalkı Varlık ve Borç Stokları: Türkiye’de Tüketici Finansal Tercihleri Üzerine Anket” başlıklı rapordan izlenebilir.

⁵ Ankette hanehalkı gelirleri ondalık gruplar halinde sınıflanmıştır. Gelir dağılımı 20’den az , 20-39,9, 40-59,9ci, 60-79,9inci, 80-89,9 ve 90-100 aralığı şeklinde ondalık gruplara ayrılmıştır. En üst ondalığın geliri ilk dilimin gelirinden 7 ila 10 kat daha fazladır. En üst ondalık ile birinci dilimin ortalama değerleri ise 49,770TL ve 4,449TL dir.

⁶ Finansal varlıklar 6 grupta sınıflanmıştır: vadesiz işlemler hesabı (TL ve yabancı para), vadeli işlemler hesabı (TL ve yabancı para), altın, finansal kurumlar dışında tutulan tasarruflar, başkalarına verilen kredi (arkadaş/aile ve iş çevresi), ve diğer finansal varlıklar (katılım fonları, public fixed-income securities, Eurobond, hisse senetleri, şirketlerdeki hisseler, borsada yer almayan şirket hisseleri, özel sigortalardaki tasarruflar).

düzeyinde gerçekleşmiştir. Yakın dönemde Türkiye’de bireysel emeklilik sisteminin güçlendirilmesi ve yaygınlaştırılması yönünde atılan adımlar yurt içi tasarrufların artırılması açısından önemli bir fırsat sunmaktadır. Nitekim 2012 yılında Bireysel Emeklilik Sisteminde (BES) yapılan değişiklikle birlikte sisteme katılımda belirgin bir ivmelenme olduğu dikkat çekmektedir (Grafik 7). Bununla birlikte, söz konusu sistemin kısa vadede özel tasarruf açığının giderilmesi için tek başına yeterli olmayacağı değerlendirilmektedir (Özel ve Yalçın, 2013). Türkiye’de emeklilik ve eğitim maksatlı birikimlerin finansal sektör araçlarında değerlendirilmesi eğilimi son yıllarda kısmen güçlenmekle birlikte halen oldukça zayıftır. Bunun başlıca nedenlerinden biri de finansal sektörde geçmişte gözlenmiş olan aşırı oynaklığın yarattığı güven eksikliğidir. Fiyat istikrarının ve finansal istikrarın güçlendirilmesi finansal sisteme olan güvenin artırılarak tasarrufların desteklenmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra finansal tasarrufların seyrinde ve finansal piyasaların gelişiminde vergi politikası da önemli bir yer tutabilmektedir. Finansal varlıklar üzerindeki vergi oranlarının uyumlulaştırılması sistemin basitleştirilmesine ve öngörülebilirliğine katkıda bulunarak finansal tasarrufları destekleyebilecektir. Ayrıca mevcut tasarruf açığının ulaştığı boyutların kısa vadede dahi makroekonomik istikrarı tehdit eder hale gelmesi nedeniyle süreci hızlandırmak açısından hali hazırda birçok ülkede mevcut olan “zorunlu tasarruf” gibi tedbirlere de başvurulmasının faydalı olacağı düşünülmektedir.⁷

Genel Değerlendirme

Türkiye’de tasarruf oranlarının düşüklüğü ve tasarrufun kurumsal tabana yayılmamış olması dış finansman gereksinimini artırmaktadır. Bu durum, özellikle küresel kriz sonrasında sermaye akımlarındaki oynaklıkla birleştiğinde makroekonomik istikrarı olumsuz etkileme potansiyeli taşımaktadır. Orta ve uzun vadede demografik faktörler ve istihdam oranında ortaya çıkacak artış sonucunda yurt içi tasarruf oranının kademeli olarak yükselmesi beklense de bu süreç oldukça uzun zaman alabilecektir. Dolayısıyla, kısa ve orta vadede tüketici kredilerindeki büyümenin istikrarlı olmasının sağlanması ve Türk lirasının iktisadi temellerden kopuk hareket etmesine kayıtsız kalınmaması önem taşımaktadır. Nitekim başta TCMB politikaları olmak üzere 2010 sonrası uygulanan politikalar bu yaklaşımla büyük ölçüde uyumlu bir çerçevede şekillenmektedir. Uzun vadede ise bir yandan tasarrufları artırıcı yapısal tedbirlere devam edilmesi, diğer yandan bu tasarrufların finansal

sisteme kazandırılarak verimli kanallara aktarılma kapasitesinin artırılması gerekmektedir.

Sonuç olarak, finansal sistemde tasarrufları teşvik edici mevcut araçların etkinleştirilmesi ve yeni araçların hayata geçirilmesi önemini koruyan bir faktördür. Öncelikle, finansal araçlarla ilgili düzenlemelerin basit ve anlaşılır hale getirilmesi suretiyle finansal sektöre olan güvenin artırılması ve finansal okur-yazarlığın yaygınlaştırılması finansal sektör dışında tutulan tasarrufların finansal sektöre yönlendirilmesinde önemli rol oynayacaktır. Bunun yanı sıra Türkiye’de emeklilik sistemine ilişkin bilincin güçlendirilmesi ve birikimlerin istikrarlı getiri sağlayan finansal araçlarda değerlendirilmesinin teşvik edilmesi de önem taşımaktadır.

Kaynakça

- Aghion P., D. Comin, P. Howitt ve I. Tecu (2009). “When Does Domestic Saving matter for Economic Growth?”, Harvard Business School Working Paper No:09-080
- Alp B. ve C. Yalçın (2013) “Türkiye’de Şirketler Kesiminde Borç Dolarizasyonu ve Şirketlerin Büyüme Performansı”, TCMB Çalışma Tebliği, yayımlanma aşamasında.
- Apaydın, E., A. Türeli, ve C. Yalçın (2011) “Determinants of Private Sector Saving Rates in Turkey” Dünya Bankası Türkiye Ülke Raporu Çalıştayı Sunumu Mart 24 Ankara.
- Carroll, C. D. ve D. N. Weil (1994) “Saving and Growth: A Reinterpretation” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 40: 133-92.
- Dünya Bankası (2012) Yüksek Büyümenin Sürdürülebilirliği: Yurt içi Tasarrufların Rolü, Dünya Bankası Türkiye Ekonomik Raporu. Kalkınma Bakanlığı (2012) 10. Kalkınma Planı Yurtiçi Tasarruflar Özel İhtisas Komisyonu Ön Raporu, Basım Aşamasında.
- Kara, H. (2012) “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası” İktisat, İşletme ve Finans 27(315), 9-36
- Kara, H. ve Ç. Sarıkaya (2013) “Türkiye’de Konjonktürel Etkilerden Arındırılmış Cari İşlemler Dengesi”, İktisat, İşletme ve Finans, basım aşamasında.
- Özel, Ö. ve C. Yalçın (2013) “Yurtiçi Tasarruflar ve Bireysel Emeklilik Sistemi: Türkiye’deki Uygulamaya İlişkin bir Değerlendirme,” İktisat İşletme ve Finans 28(327), sayfa 31-66.
- Özmen, E., S. Şahinöz ve C. Yalçın (2011) “Profitability, Savings and Investments of Non-Financial Firms in Turkey” TCMB Çalışma Tebliği No:12/14.
- Tapia, W. (2008), “Description of Private Pension Systems”, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 22.
- Saygılı, Ş. ve C. Cihan (2013) “Türkiye Ekonomisinin Arz Dinamikleri: Ülkelerarası bir karşılaştırma”, basılmamış çalışma, TCMB.
- Yalçın, C. ve M.R. Thomas (2011) “External Imbalances Amplify the Crisis, Domestic Strengths Limit the Damage”, Mustapha K. Nabl tarafından derlenen The Great Recession and Developing Countries: Economic Impact and Growth Prospect, Bölüm 11, s. 495-544.
- Yılmaz, T. (2010) “The Profile and Determinants of Household Savings” (Dünya Bankası Raporu için yapılan katkı çalışması).



Taşlar yerine oturduğunda bazı kararlar için çok geç olabilir.

Doğru yerde, doğru zamanda, doğru kararlar için Garanti Portföy'ün bilgi, birikim, deneyim ve sezgilerinden yararlanın.

Yatırım fonları yönetimi | Bireysel emeklilik fonları yönetimi | Portföy yönetimi | Alternatif Yatırım Ürünleri Yönetimi

0212 384 13 00
www.garantiportfoy.com.tr

 **Garanti Portföy**

YENİ SERMAYE PİYASASI KANUNU KAPSAMINDA SAKLAMA FAALİYETİ



Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nda özel önem verildiği görülen saklama faaliyetine ilişkin olarak oluşturulmaya çalışılan yeni düzen, iki bölüm halinde incelenecektir. Bu sayıda yer alan ilk bölümde, Kanun'daki saklama hükümleri ve gerekçeleri ile kolektif yatırım kuruluşları portföylerine yönelik portföy saklama hizmeti konuları ele alınmıştır.

GİRİŞ:
Küresel finansal krizin 2007 yılı sonunda ortaya çıkmasıyla birlikte uluslararası platformlarda hız kazanan finans sektörünün yeniden düzenlenmesi kapsamında, 2009 yılında

Avrupa Birliği (AB), İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) gündeme gelen reformların ana tartışma konularını; denetim ve gözetimin rolünün artırılması, sermaye yeterliliğinin kuvvetlendirilmesi, daha çok şeffaflık ihtiyacı ve finansal risk yönetimine atfedilmek istenen yeni rol başlıkları

oluşturmuştur.

Alınan tedbirler ve 2001 deneyimi sayesinde 2007 krizinden nispeten az etkilendiği görülen Türk Finans Sektörünün, olası krizlere hazırlıklı olunması bakımından alması gereken bir takım tedbirler olduğu öngörüsü ile de, sektörün sermaye piyasası bölümüne yönelik (zaten



REMZİ SHA DEDE
Hazine ve Sermaye Piyasaları
Operasyon Bölüm Başkanı / Akbank

son yıllarda gündemde olan) iyileştirmelere de hız kazandırılmıştır. Sermaye piyasalarımızı 1981 yılından 2012 yılı sonuna kadar geçen sürede düzenleyen Mülga 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun çağın gerisinde kalması, ülkemiz ihtiyaçlarına ve dinamiklerine cevap verememesi, Türk Ticaret ve Borçlar Kanunlarının tamamen yenilenmiş olmasının etkileri ve küresel krizin de süreci hızlandırmalarıyla, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) 30.12.2012 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu alışmada, SPKn'da özel önem verildiği görülen saklama faaliyetine ilişkin olarak, ilk paragrafta yer alan prensipler de gözetilerek, oluşturulmaya çalışılan yeni düzen (merkezi takas hariç), ilgili mevzuat esas alınarak, önem taşıdığı düşünülen konular çerçevesinde ve zaman zaman özetlenerek anlatılmaya çalışılmıştır.

I - SPKn'DA YER VERİLEN SAKLAMA HÜKÜMLERİ VE DÜZENLEMENİN GEREKÇELERİ

nceki Kanun'da Diğer Sermaye Piyasası Kuruluşları başlığı altında

“...sermaye piyasası araçlarının takas ve saklanması...” şeklinde bahsedilen saklama kavramına, 6362 Sayılı Yeni SPKn'nun çeşitli maddelerinde yer verilmele birlikte “Kısaltmalar ve Tanımlar” başlıklı 3. Maddesinde tanımlanmış ve esas itibariyle ile “Portföy Saklama Hizmeti ve Bundan Doğan Sorumluluk” başlıklı 56. Maddesinde düzenlenmiştir.

Kanun'un 3/s) Maddesinde yer verilen **saklama hizmeti**; “Sermaye piyasası faaliyetleri sebebiyle veya emanetçi sıfatıyla veya idare etmek için veya teminat olarak veya her ne nam altında olursa olsun, sermaye piyasası faaliyetleriyle ilişkili olarak kayden veya fiziken tevdi veya teslim edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin hizmetler” şeklinde olduğua geniş bir çerçevede ifade edilmiştir.

Kanun gerekçesinde, kurumsal yatırımcılara ilişkin olarak yatırım fonu ve yatırım ortaklığı sektörünün daha rekabetçi, Avrupa Birliği (AB) düzenlemeleri ile uyumlu bir yapıya kavuşturulmasının amaçlandığından bahisle; AB UCITS Direktifi (Directive on Undertakings for Collective investment in Transferable Securities) kapsamında kolektif yatırım kuruluşlarının

portföylerindeki varlıklara ilişkin saklama hizmetinin ilk defa AB düzenlemeleri paralelinde tanımlandığı ve portföy saklama hizmetini yürütecek kuruluşların sorumluluklarının belirlendiği, portföy saklama hizmetinin bu konuda uzmanlaşmış kuruluşlardan alınması ile portföy varlıklarının saklanmasına, portföyün mevzuata ve esas sözleşmeye uygun yönetilmesine ve fiyat açıklanmasına ilişkin mali sorumluluğun, portföy saklama kuruluşlarına devredildiği belirtilmektedir.

Gerekçede ayrıca, yatırım fonlarının sadece portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabileceği bir yapı öngörülerek, anılan şirketlerin daha düşük bir sermaye ile kurulmasına imkan sağlanmakta olduğunun altı çizilmekte ve gerek portföy yönetim şirketlerinin gerekse portföy saklama kuruluşlarının ana faaliyet alanlarında uzmanlaşmasının teşvik edildiği belirtilmektedir. Saklamaya ilişkin görev ve sorumlulukların portföy yönetim şirketinden ayrıştırılması ile fon portföyündeki varlıkların saklama mekanizmasının daha güvenli bir yapıya kavuşacağı ifade edilmiştir.

Kanun gerekçesi ve Kanun'a daya-

“Kanun gerekçesi ve Kanun'a dayanılarak çıkartılan Tebliğlere bakıldığında, portföy saklama hizmeti konusunda saklamacıya büyük sorumluluklar yüklendiği ve bir tür kuvvetler ayrılığı ilkesi getirilerek, saklamacıya kolektif yatırım kuruluşları tarafından yönetilen varlıkların koruyuculuğu rolü verilmele istendiği sonucu çıkartılmaktadır.”

nılarak çıkartılan Tebliğlere bakıldığında, portföy saklama hizmeti konusunda saklamacıya büyük sorumluluklar yüklendiği ve bir tür kuvvetler ayrılığı ilkesi getirilerek, saklamacıya kolektif yatırım kuruluşları tarafından yönetilen varlıkların koruyuculuğu rolü verilmesi istendiği sonucu çıkartılmaktadır. Kanun'un 56. Maddesinin 9. fıkrasının verdiği yetkiye dayanılarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nca (SPK) yayımlanan Tebliğler ile müşteri varlıklarının saklanması ve portföy saklama konusunda yeni bir yaklaşım benimsendiği görülmektedir. Bu kapsamdaki düzenlemelere baktığımızda, SPK'nın saklama hizmetini iki ayrı Tebliğle düzenlediğini görüyoruz. Saklama hizmetinin genel hükümleri ile spesifik olarak bireysel portföylerin saklanmasına yönelik düzenlemelere, "III-37.1 Sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetler İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"de; kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinde yer alan varlıkların saklanmasına yönelik portföy saklama hizmetine ilişkin düzenlemelere ise "III-56.1 Sayılı Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği"nde yer verildiği görülmektedir.

II - KOLEKTİF SAKLAMA HİZMETİ

A. Yatırım Fonu Kuruculuğu (Portföy Saklama Hizmetini İlgilendiren Düzenleme):

Mülga SPKn çerçevesinde bankalar ve aracı kurumlar tarafından kurulabilen **yatırım fonları**, yeni Kanun kapsamında **yalnızca Portföy Yönetim Şirketleri tarafından kurulabilecek** olup, söz konusu düzenlemeye Kanun'un 55/1. Maddesinde;

“PYS'nin bir saklamacı ile anlaşması zorunlu kılınmış, diğer bir deyişle saklama hizmetinin, münhasıran bu işlevden sorumlu başka bir kurumdan alınması istenmiştir.”

“Portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklıktır...” şeklinde yer verildiği görülmektedir. Yine aynı maddenin 3. Fıkrasında; “Portföy yönetim şirketlerinin hizmet verdiği kişi ve kuruluşların portföylerinde yer alan saklamaya konu olabilecek varlıklar Kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde portföy saklama hizmeti veren kuruluşlar nezdinde saklanır.” hükmü ile PYS'nin bir saklamacı ile anlaşması zorunlu kılınmış, diğer bir deyişle saklama hizmetinin, münhasıran bu işlevden sorumlu başka bir kurumdan alınması istenmiştir.

B. Portföy Saklama Hizmetinin Kapsamı, Saklamacının Sorumlulukları ve Diğer Önemli Düzenlemeler:

Kanunun 56. Maddesi'nde yer verilen düzenlemeye göre; kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerindeki varlıklar, bu kuruluşlar adına açılmış ayrı bir saklama hesabında saklanmak üzere **portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş** (portföy saklayıcısı) teslim edilir.

1. Portföy saklama hizmeti özetle;

Yatırım fonları hesabına katılma payları ile değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının paylarının ihraç ve itfa edilmesi işlemleri ile birim katılma payı veya birim pay

değerinin mevzuat, esas sözleşme ve fon iç tüzüğü hükümlerine uygunluğunun, belirlenen değerlendirme esaslarına göre hesaplanmasının, Portföy yönetim şirketi (PYS), değişken sermayeli yatırım ortaklığı ve yatırım ortaklığı talimatlarının yerine getirilmesinin, Kolektif yatırım kuruluşlarının varlıklarıyla ilgili işlemlerinden doğan edimlere ilişkin bedelin uygun sürede aktarılmasının, bu kuruluşların gelirlerinin mevzuat ile fon iç tüzüğü veya esas sözleşme hükümlerine uygun olarak kullanılmasının, varlık alım satımlarının, portföy yapılarının, işlemlerinin mevzuat, fon iç tüzüğü veya esas sözleşme hükümlerine uygunluğunun, sağlanmasını içermektedir.

1. Portföy saklayıcısı, yükümlülüklerini yerine getirmemesi nedeniyle yatırım fonlarında PYS ve katılma payı sahiplerine, yatırım ortaklıklarında ise ortaklığa verdiği zararlardan sorumludur.

2. PYS veya yatırım ortaklığı ile portföy saklayıcısı karşılıklı olarak Kanun hükümlerinin ihlali nedeniyle doğan zararların giderilmesini talep etmekle yükümlüdür (Pay veya katılma payı sahiplerinin dava hakkı saklıdır).

3. Portföy saklayıcısı, saklamasında bulunan varlıkların tümünü veya bir kısmını diğer portföy saklayıcıları nezdinde saklayabilir. Bu hâlde, tüm portföy saklayıcıları

müteselsilen sorumludur.

4. Kurul, kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinde yer alan varlıklardan uygun görülenlerin, merkezî saklama veya merkezî takas kuruluşu nezdinde ilgili kolektif yatırım kuruluşu adına açılan hesaplarda izlenmesi zorunluluğunu öngörmesi halinde **dahi portföy saklayıcısının yükümlülükleri devam eder.**

5. **Portföy saklayıcısı ile PYŞ aynı tüzel kişi olamaz.** Portföy saklayıcısı ve PYŞ görevlerini yerine getirirken, birbirlerinden bağımsız ve sadece katılma payı sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda hareket etmekle yükümlüdürler.

6. **Portföy saklayıcısı** ve fon portföyüne varlık alım satımına **aracılık hizmeti veren yatırım kuruluşunun yöneticileri** ile bu kuruluşları temsil ve ilzama yetkili kişiler, **PYŞ'de ortak, yönetici ya da temsilci olamazlar.** PYŞ'nin ortakları, yöneticileri ile bu şirketleri temsil ve ilzama yetkili kişiler de saklama hizmetini yürüten kuruluşta yönetici ya da temsilci olamazlar.

7. Kurul, fon portföylerinde yer alan varlıkların nitelikleri, ihracı, ihracın yönelik olduğu yatırımcılar, PYŞ ve yatırım ortaklıklarının sermaye yapıları ve ihracın niteliklerine göre saklama hizmeti için farklı esaslar belirleyebilir veya saklama zorunluluğundan muafiyet getirebilir.

8. Portföy saklayıcılarının niteliklerine ve bu faaliyetin yürütülmesine ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir.

Maddenin 7. Bendinde yer verilen düzenlemeye ilişkin olarak, III-56.1 Sayılı "Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği"nin 13. Maddesinde, yönetici ile temsil ve ilzama yetkili kişiler; "yönetim

kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür, genel müdür yardımcıları ile sermaye piyasası faaliyetleri ile ilgili birimlerin yöneticileri ve bu yöneticilerin bağlı olduğu yetkililer" olarak belirlemiştir. Görüldüğü gibi, yatırım fonu veya değişken sermayeli yatırım ortaklığı faaliyetlerine yönelik olarak, payların ihracından başlamak üzere, birim pay/katılma değerlerinin hesaplanması, faaliyetlerin mevzuat, esas sözleşme ve içtüzüğe uygunluğu ve itfasına varıncaya kadar bütün sürecin sorumluluğunu saklamacıya veren bir yaklaşım benimsenmiştir.

1. Kimler Portföy Saklayıcısı olabilir:

Portföy saklayıcılığı faaliyeti;

- Takasbank ile
 - Kurulca yetkilendirilen bankalar ve
 - Kurulca yetkilendirilen aracı kurumlar tarafından yapılabilecektir (III - 56.1 Madde 6/1)
- Portföy saklayıcısı olarak hizmet verecek banka ve aracı kurumların bu Tebliğde belirlenmiş şartların yanı sıra Kurulun yatırım hizmetleri ve faaliyetlerine ilişkin düzenlemeleri uyarınca genel saklama hizmeti vermek üzere yetkilendirilmiş

olması gerekmektedir (III - 56.1 Madde 6/4).

2. Portföy Saklayıcısının Organizasyonu:

Banka veya aracı kurum bünyesinde portföy saklama hizmeti verecek biriminin, saklayıcının **diğer tüm birimlerinden ayrı tutulması** zorunlu olup, saklayıcı nezdinde kolektif yatırım kuruluşu bilgilerinin güvenliğinin sağlanması gerekmektedir (III - 56.1 Madde 8/1). Portföy saklayıcısının saklama hizmet biriminde görevli her seviyedeki ihtisas personelinin yönetim kurulunca karara bağlanan yetki, görev ve sorumluluklarını içeren **görev tanımları ile iş akış prosedürlerinin yazılı hale getirilmesi**, etkin bir **iç kontrolün** sağlanması ve tüm saklama birimi personelinin kendi görevlerini yazılı prosedürlere uygun olarak yerine getirme yükümlülükleri ile meslek ilkeleri ile bağdaşmayan uygulamalar ve kurum politikalarına aykırı veya yasal olmayan faaliyetler gibi hususları üst yönetime aktarmalarını sağlayacak prosedürlerin de hazırlanması zorunludur (III - 56.1 Madde 8/2). Organizasyona yönelik bir diğer düzenleme, saklama hizmet

“ Yatırım fonu veya değişken sermayeli yatırım ortaklığı faaliyetlerine yönelik olarak, payların ihracından başlamak üzere, birim pay/katılma değerlerinin hesaplanması, faaliyetlerin mevzuat, esas sözleşme ve içtüzüğe uygunluğu ve itfasına varıncaya kadar bütün sürecin sorumluluğunu saklamacıya veren bir yaklaşım benimsenmiştir. ”

biriminde **yeterli sayıda ihtisas personeli** istihdam edilmesi, saklama hizmet birimi yöneticisinin sermaye piyasası ve/veya bankacılık alanında en az beş yıl tecrübeye ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisans Belgesi ile Türev Araç Lisans Belgesine sahip olması, ihtisas personelinin görev tanımına bağlı olarak Takas ve Operasyon Sorumlusu Lisans Belgesi ve/veya Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu Lisans Belgesi'ne sahip olması gerekliliğine yöneliktir (III - 56.1 Madde 8/3).

Portföy saklayıcılarının aynı zamanda;

- Yılda en az bir defa bağımsız denetim kapsamına alınmaları (III - 56.1 Madde 16)
- Portföy saklama hizmetine ilişkin tüm iş ve işlemlerin düzenli, verimli ve etkin bir şekilde mevzuat ve iş akış prosedürleri çerçevesinde yürütülmesini, hesap ve kayıt düzeninin bütünlüğü ve güvenilirliği ile veri sistemindeki bilgilerin zamanında ve doğru bir şekilde elde edilebilirliğini, hata, hile ve usulsüzlüklerin önlenmesini ve tespitini sağlayacak yönetim kurulunca onaylı yazılı bir iç kontrol sisteminin oluşturulması ve anılan işlevlerin günlük faaliyetlerin ayrılmaz bir parçası olarak en az üç

yıllık mesleki tecrübe ile Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey ve Türev Araçlar Lisans belgesine sahip iç kontrolden sorumlu eleman tarafından yerine getirilmesini sağlamaları (III - 56.1 Madde 18)

- Portföy saklama hizmetinin kapsadığı temel risklerin tanımlanmasını, güncellenmesini ve maruz kalınan risklerin tutarlı bir şekilde değerlendirilmesini, tespitini, ölçümünü ve kontrolünü içeren, yönetim kurulunca onaylı yazılı prosedürleri bulunan ve iç kontrol sistemi ile bütünlük arz eden bir risk ölçüm mekanizmasının geliştirilmesi ve risk yönetim işlevinin, yeterli bilgi ve tecrübe düzeyindeki Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisans Belgesi ile Türev Araçlar Lisans Belgesine sahip personelce yerine getirilmesi (III - 56.1 Madde 19)
- Portföy saklama hizmeti kapsamındaki faaliyetlerin yılda en az bir defa **Teftiş Kurulu denetimine** tabi tutularak, denetim raporunun portföy saklayıcısının yönetim kuruluna sunulması (III - 56.1 Madde 20) istenmektedir.

3. Portföy Saklayıcısının Yükümlülükleri:

Portföy saklayıcısı;

- Yatırım fonu hesabına ve değişken sermayeli yatırım ortaklıkları-

nın katılma paylarının ihraç ve itfa edilmesi işlemlerinin mevzuat, esas sözleşme ve fon içtüzüğü hükümlerine uygunluğunu,

- Yatırım fonu veya değişken sermayeli yatırım ortaklığı birim katılma payı veya birim pay değerinin mevzuat ile fon içtüzüğü, izahname veya esas sözleşme hükümleri çerçevesinde belirlenen değerlendirme esaslarına göre hesaplanmasını,
- Mevzuat ile fon içtüzüğü, izahname veya esas sözleşme hükümlerine aykırı olmamak şartıyla, Şirket, değişken sermayeli yatırım ortaklığı ve yatırım ortaklığı talimatlarının yerine getirilmesini,
- Kolektif yatırım kuruluşlarının varlıklarıyla ilgili işlemlerinden doğan edimlerine ilişkin bedelin uygun sürede aktarılmasını,
- Kolektif yatırım kuruluşlarının gelirlerinin mevzuat ile fon içtüzüğü, izahname veya esas sözleşme hükümlerine uygun olarak kullanılmasını,
- Kolektif yatırım kuruluşlarının varlık alım satımlarının, portföy yapısının, işlemlerinin mevzuat, fon içtüzüğü, izahname veya esas sözleşme hükümlerine uygunluğunu, sağlamakla yükümlü tutulmuş olup (III - 56.1 Madde 5/3), belirtilen yükümlülükler kapsamında yerine getirilecek asgari gerekliliklere de III - 56.1 Sayılı Tebliğin 5. Maddesinin devamında ayrıca yer verilmiştir.

Portföy saklayıcısı ilave olarak;

- Kolektif yatırım kuruluşlarına ait varlıkların (Saklamacının kendi aktifleriyle ilişkilendirilmeksizin), ayrı ayrı, kolektif yatırım kuruluşuna aidiyeti açıkça belli olacak, kayıp ve hasara uğramayacak şekilde saklanması sağlanması (III - 56.1 Madde 7/1/a)
- Belge ve kayıt düzeninde varlıkları, hakları ve bunların hareketleri-

“ Kurumsal nitelikteki portföy varlıklarının saklanması konusunda bugüne kadar sermaye piyasalarımızda olmayan, her ne kadar portföy saklama hizmeti olarak adlandırılrsa da, saklama hizmetinin ötesinde ciddi sorumluluklar yüklenmiş yeni bir portföy saklama müessesesinin oluşturulduğu görülmektedir. ”

nin kolektif yatırım kuruluşu bazında düzenli olarak takip edilmesi (III - 56.1 Madde 7/1/b)

• “Her gün” düzenli olarak saklamaya konu varlıkların mutabakatının, bu varlıklara merkezi saklama hizmeti veren kurumlar ve Şirket veya yatırım ortaklığı ile yapması (III - 56.1 Madde 7/3) konularında da mükellef tutulmuştur.

Bu yaklaşımın bir sonucu olarak da, portföy saklayıcısına verilen sorumluluklar çerçevesinde bir zarara sebebiyet verilmesi durumunda, saklanan varlığın niteliğine göre şirket (PYS), katılma payı sahibi, yatırım ortaklığına karşı portföy saklayıcısının sorumlu olacağına dair bir hükme de yer verilmiş bulunmaktadır (III - 56.1 Madde 11/1).

4. Dikkat Çeken Diğer Hükümler:

• Portföy saklayıcısı alt paragraftaki şartları yerine getirmek suretiyle ilgili kolektif yatırım kuruluşuna portföy değerlendirme, operasyon ve muhasebe hizmetleri, katılma payı alım satımına aracılık hizmeti ve Kurulca uygun görülecek diğer hizmetleri verebilecektir.

Bunun için portföy saklayıcısının, saklama hizmetini fonksiyonel ve hiyerarşik olarak diğer hizmetlerden ayırıştırması, potansiyel çıkar çatışmalarını düzgün bir şekilde belirlemesi, önlemesi, önleyemiyorsa yönetmesi, gözetimi ve bu durumun kolektif yatırım kuruluşu yatırımcılarına açıklaması şartlarını birlikte sağlaması gerekecektir. (III - 56.1 Madde 7/2)

• “Portföy saklayıcısı olarak hizmet verecek aracı kurumlar tarafından bu hizmetin verildiği kolektif yatırım kuruluşuna **pay senedi alım satımına aracılık hizmeti sunulamaz**” hükmü ile bir kısıtlama getirilmiştir. (III - 56.1 Madde 6/4) Anılan kısıtlamanın



yalnızca pay senetlerini kapsamaması dikkat çekmektedir.

• Kolektif yatırım kuruluşu portföylerinde yer alan ve saklamaya konu olabilecek varlıkların Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde portföy saklayıcıları nezdinde saklanması zorunlu tutulmuştur (III - 56.1 Madde 4/1).

• Portföy saklayıcısı, kolektif yatırım kuruluşu portföyündeki;

• Doğrudan ve dolaylı olarak kendi kayıtları altında bulunan finansal varlık hesaplarına kaydedilebilen tüm finansal varlıklar ile fiziken portföy saklayıcısına tevdi edilebilen tüm finansal varlıklara saklama hizmeti verir. Varlıkların aidiyetlerinin açıkça belirli olacak şekilde açılacak hesaplarda saklanması gereklidir.

• Diğer varlıklar için; varlıkların kolektif yatırım kuruluşuna aidiyetini doğrulamak, söz konusu varlıkların mevcudiyetine ilişkin kayıtları kolektif yatırım kuruluşu veya Şirket (PYS) tarafından veya dışarıdan sağlanan bilgi ve belgelerin takibini yaparak güncelliğini sağlamak ile yükümlüdür (III - 56.1 Madde 4/2).

• Her bir kolektif yatırım kuruluşu portföyü için yalnızca **bir portföy saklayıcısı** ile anlaşabilecektir (III - 56.1 Madde 5/2).

• Portföy saklayıcısı ile PYS veya yatırım ortaklığı arasında tarafların yetki ve sorumluluklarını içeren, portföy saklayıcısının görevlerini yerine getirmesi için gerekli bilgi akışının nasıl sağlanacağını belirleyen ve asgari unsurları Tebliğ ekinde yer alan bir **sözleşme imzalanması** zorunludur (III - 56.1 Madde 9/1).

Yukarıda önemli bölümlerini aktarmaya çalıştığımız düzenlemelerle, kurumsal nitelikteki portföy varlıklarının saklanması konusunda bugüne kadar sermaye piyasalarımızda olmayan, her ne kadar portföy saklama hizmeti olarak adlandırılrsa da, saklama hizmetinin ötesinde ciddi sorumluluklar yüklenmiş yeni bir portföy saklama müessesesinin oluşturulduğu görülmektedir. Konuya bu noktadan baktığımızda, Takasbank'ın sorumluluklarında bir azalma öngörülmediği, hatta kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinde bulunan varlıkların saklanması konusunda Takasbank'tan da hizmet alınabilmesinin mümkün kılındığı anlaşılmaktadır.



Davranışsal Finans ve Yatırım Fonlarına Girişler

Yapılan bir çok araştırmada fon girişleri ve getiriler arasındaki ilişkinin pozitif ve eş zamanlı olduğu gözlemlenmiştir. Bu çalışmada ise ana olarak, yatırım fonlarına girişlerin getirilerden nasıl etkilendiğini anlamada davranışsal finansın, özellikle riskten kaçınma oranı ve sabırsızlığın önemini uluslararası bulgular ile sunuyoruz.

Nilüfer Çalışkan Nilüfer Çalışkan, SFI PhD Candidate, Banking and Finance at University of Zurich
Prof. Dr. Thorsten Hens Banking and Finance at University of Zurich

Fon akışlarını anlamada davranışsal finans önemli bir rol oynamaktadır. Geleneksel finans teorileri yatırımcıların tamamıyla rasyonel olması varsayımı üzerine kurulurken, Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılındaki çalışmasıyla başlayarak davranışsal finans, gerçek yatırımcıların gösterdiği

birtakım davranışsal eğilim bulgularıyla dolmuştur. Şimdiye kadar, bu davranışsal eğilimleri özetleyen bir çok çalışma yayınlanmıştır. Bu çalışmalara verilebilecek güzel örnekleri De Bondt'un 1998'deki, Barberis ve Thaler'in 2003'deki ve Hens ve Bachmann'ın 2008'deki yayınları teşkil etmektedir. Biz bu çalışmada ise ana olarak, yatırım fonlarına akışların getirilerden nasıl

etkilendiğini anlamada davranışsal finansın, özellikle riskten kaçınma oranı ve sabırsızlığın önemini uluslararası bulgular ile sunuyoruz. Toplam fon akışlarındaki farklılıkları gözlemleyebilmek için, her ülke için o ülkede sunulan ya da kurulmuş hisse senedi fonlarının ülke çapındaki toplam davranışını hesapladık. Ayrıca yatırımcılar arasında potansiyel davranış

farklılıklarını ele alabilmek için de davranışsal finans için uygulanmış risk ve zaman tercihleri anketlerinin cevaplarını yine ülke toplamında alarak, makro ölçütünde analize uygun verilere ulaşabildik.

Yatırım fonları birçok yatırımcının varlıklarını birleştirerek aynı yatırım stratejisini izledikleri yatırım araçlarıdır. Tasarruflarını birleştirerek aynı varlık yöneticilerini paylaşan yatırımcılar, böylelikle ölçekli ekonomilerden faydalanırlar. Bu yüzden, yatırım fonları yatırımcılar için maliyetleri düşürmek açısından iyi bir yol olduğu gibi, bir havuzda toparlanmış büyük miktarlarla ulaşılan optimal yatırım imkanları, yatırımcılara çok daha çeşitlendirilmiş portföyler önerebilmektedir. Bu nedenlerden dolayı Khrohana, Servais ve Tufano'nun 2005 yılındaki çalışmasında da gösterildiği gibi, yatırım fonları sektörü dünya çapındaki en önemli varlık sınıfı haline gelmiştir. Finans alanında ise, yatırım fonlarının kendilerine referans aldıkları varlık sınıfının tutarlı bir şekilde üzerinde performans gösterip göstermedikleri çok ilgi çeken bir konu olmuştur. Bugüne kadar yapılan çalışmaların sonuçlarına göre, ortalamada yatırım fonları kendilerine ölçüt aldıkları varlıkların üzerinde getiri sağlayamazken, sektörün kayda değer bir kısmı ise çok uzun zaman periyodları boyunca ölçüt aldıkları varlıkların üzerinde performans gösterebilmiştir.

Başka bir bulgu ise, Dalbar'ın 2011 yılındaki kayda değer çalışmasında ortaya konmuştur. Çalışma, ortalama yatırım fonu yatırımcısının getirisinin, yatırım fonlarının getirisinden yıllık %4 daha aşağıda kaldığını göstermiştir. Bu düşük performansın nedeni yatırım fonlarının harçları değil, aksine yatırım-

cıların tutarlı bir şekilde yatırım fonlarındaki pozisyonlarını tutmak yerine al-sat yapmalarıdır. Finans alanında, yatırım fonlarına para girişi konusu birçok kez üzerinde çalışılmış, en çok görüş birliği olan güçlü sonuç ise, "yatırımcılar geçmiş periyodların getirilerini takip ediyorlar" olmuştur. Bu demektir ki, yatırım fonlarına pozitif getiriler sırasında pozitif fon akışı gerçekleşirken, kayıplar esnasında ise fondan daha çok çıkış olmaktadır. Barber ve Odean'ın 2011'deki çalışmasında, ABD'den internet brokerage firmasından alınmış kendi fonunu bağımsız olarak yöneten 60,000 yatırımcının ticari davranış verileri analiz edilerek bulunan sonuçlara göre, ortalamada tipik bağımsız bir yatırımcının ticari (alım-satım) davranışları optimal olmaktan uzaktır. Yatırımcıların gereksiz şekilde fazla işlem yaparak fona yanlış zamanlarda girme ve çıkma davranışlarının, yatırımcıların kayıplar yaşamasına neden olduğu gözlemlenmiştir. Örneklenendirilen tipik ticari davranış fonun değer iniş çıkışlarına göre olup, Şekil 1'de özetlenmiştir.

Şekil 1 tutarlı bir yatırım stratejisinin önemini net bir şekilde



Şekil 1. Tipik yatırımcının yatırım döngüsündeki ticari davranış örneği.



Nilüfer Çalışkan

göstermektedir. Buradaki yatırım döngüsü boyunca eğer yatırımcı varlıklarını fonda tutmuş olsaydı, kayıpları gerçekleşmeden daha yüksek bir kazanım elde etmiş olacaktı. Karşılaştığı kayıp çok fazla geldiği için fondan çıkmayı tercih eden yatırımcı, kötü zamanda çıkış yapmak zorunda kalmaktadır. Kısa vadeli kayıplara tolerans gösterip yapmış olduğu yatırıma odaklı kalan yatırımcılar ise, uzun vadede çoğunlukla yatırımlarından çok daha yüksek karlar elde etmiştir. Bugüne kadar toplam fon akışı ve fon getirileri üzerine yapılan bir

çok çalışmada da gözlemlendiği gibi, fon akışları ve fon getirileri arasındaki ilişki pozitif ve eş zamanlıdır. Şekil 1'in de gösterdiği gibi, yatırımcılar toplu halde getiriler anında daha çok fona giriş yaparken, kayıplar anında ise fondan daha çok çıkış yapmaktadır.

Yapılan çalışmaların çoğu ABD'de toplam fon akışları ve fon getirileri arasındaki ilişkiyi raporlamıştır. Bu çalışmada biz öncelikle bu sonucu diğer ülkelere genelleyerek, etkinin ülkeden bağımsız olup olmadığını test ettik. Sonuçlara göre çoğu ülkede benzer ilişki gözlemlenirken, bir kaç ülkede eşzamanlı ilişkisi daha zayıf ve azınlık bir kaç ülkede ise hiç ilişki gözlemlenmemiştir. Sonuçlarda ve ilişkilerde farklılıklar ülkelerarası başka faktörlere de bağlı olabilirken, biz özellikle fon akışı ve fon getirileri arasındaki ilişkinin ülkeler arası farklılıklarını, ülkelerarası risk ve sabırlılık ya da zaman tercihleri farklılıklarıyla açıklayıp açıklayamayacağımızı test ettik.

Şekil 1'de de gösterildiği gibi ticari davranışı etkileyebilecek iki faktör gözlüyoruz. Bunlardan biri riskten ya da kayıptan kaçınma oranı, diğeri ise sabırlılıktır. Eğer bu iki faktörün yatırımcı davranışını belirlediğini varsayarsak, fonların ülke çapında ortalama kar zararlarının, o ülkenin ortalama riskten kaçınma ve sabır oranlarıyla birleşik olarak fon akışlarını etkilemesini beklemeliyiz. Daha da açıkçası, ülkelerarası toplam fon akışlarını fon getirileri ile açıklama oranının, ülkelerin ortalama riskten kaçınma ve sabırlılık oranları göz önünde bulundurulduğunda daha da artması beklenir. Bu da demektir ki, ülkelerarası fon akış farklılıkları riskten kaçınma ve sabırlılık oranları ile açıklanabilmelidir. Bundan

başka, fon akışlarının fon getirilerine karşı hassasiyeti de riskten kaçınma ve sabırlılık oranlarına bağlı olabilir.

Araştırmamızın sonuçlarına göre, özellikle riskten daha çok kaçınan ülkelerdeki yatırımcıların fonlarında kayıplar yaşanırken, riskten daha az kaçınan yatırımcıların olduğu ülkelere kıyasla fonlarını satmaya daha yatkın olduğunu gözlemledik. Aynı şekilde, fonlarında kazanımlar yaşarken ise, riskten kaçınan ülkelerdeki yatırımcılar diğer ülkelere kıyasla fonları daha çok satın almaya yatkındı. Kazanımlar gerçekleştiren yatırımcılar pozisyonlarını artırırken, kayıplar yaşayan yatırımcılar fonlardan çıkmakta ve bu etki riskten kaçınma oranı yüksek ülkelerde daha güçlü olarak ortaya çıkıyordu. Ayrıca, yüksek riskten kaçınma oranı ve yüksek sabırsızlık olan ülkelerde diğer ülkelere kıyasla fon akışlarının daha volatil olduğu gözlemlendi.

Çalışmada ülkelerarası riskten kaçınma ve sabırlılık oranları verisi için Zürih Üniversitesi tarafından gerçekleştirilen "International Test of Risk Attitudes" (INTRA) anket sonuçları kullanılmıştır. Yatırım fon

akışları, fonların varlık değerleri ve gerçekleşmiş getirilerine yönelik 1991 ve 2011 yılları arası verileri Morningstar tarafından sağlanmıştır. Panel regresyon sonuçlarına göre, riskten kaçınma oranı ülkelerarası fon akışları ve fon getirileri ilişkisini daha güçlü bir şekilde açıklarken, sabırlılık oranı ise fon akışlarının ülkelerarası volatilitelere farklılıklarını istatistiksel anlamalı bir şekilde ortaya koymuştur. Sonuçlara göre, daha fazla risk karşıtı yatırımcılar fon getirilerindeki olumlu ve olumsuz değişikliklere simetrik bir şekilde daha fazla tepki göstererek daha büyük miktarlarda fon alım ve satımları gerçekleştirebilmektedir. Ayrıca, beklemeye isteklilik ölçüsünü modelleyen sabırlılık oranı, fon akışlarındaki beklenmedik fazla volatiliteleri açıklayabilmektedir. Beklentilerimize göre, sabırsızlık oranı aşırı güdülenmiş alım-satım davranışlarına neden olabilmekte ve bu da fon akışlarında beklentinin üzerinde bir volatilitelere getirebilmektedir.

Araştırmanın tamamına <https://www.dgfi.com/> adresinden ulaşılabilir.

“Ticari davranışı etkileyebilecek iki faktör gözlüyoruz. Bunlardan biri riskten ya da kayıptan kaçınma oranı, diğeri ise sabırlılıktır. Eğer bu iki faktörün yatırımcı davranışını belirlediğini varsayarsak, fonların ülke çapında ortalama kar zararlarının, o ülkenin ortalama riskten kaçınma ve sabır oranlarıyla birleşik olarak fon akışlarını etkilemesini beklemeliyiz.”

fondakimuzik.com

Fondaki müzik yatırımlarını
fonda değerlendirenler için çalışıyor.

Ayrıntılı bilgi için:
www.fondakimuzik.com



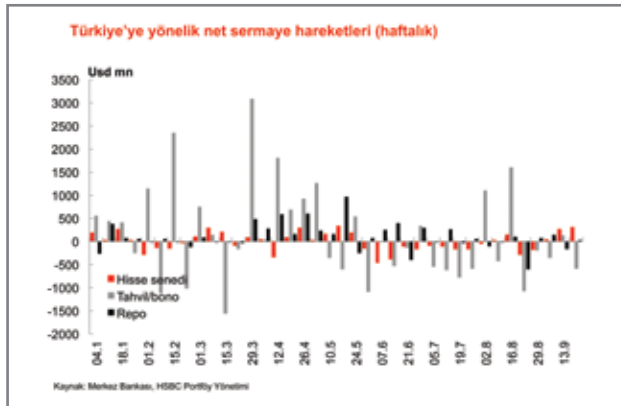
TKYD

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
Kuruluşu: 1999

Finansal piyasalarda riskler kadar fırsatlar da var

ABD Merkez Bankası'nın varlık alımlarındaki azaltma hızı, özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarının performansı açısından belirleyici olacak en önemli faktörlerden biri olarak karşımıza çıkıyor.

Fed Başkanı Ben Bernanke'nin 22 Mayıs'ta ABD Senatosu'nda varlık alımlarının bu sene içerisinde azaltılabileceğine ilişkin açıklamaları sonrasında küresel likidite koşullarına ilişkin artan kaygılar, risk algılamalarını olumsuz etkiledi. Bu durum özellikle cari açık veren ülkelerde cari açığın finansmanı konusunda kaygıları artırırken, buna bağlı olarak bu ülkelerin para birimlerindeki değer kayıpları belirginleşti.



Eylül ayı küresel piyasalar açısından toparlanma ayı olurken, bu durum Türkiye piyasaları için de geçerliydi. Piyasalarda yaşanan toparlanmada,

1. Görev süresi Ocak 2014'te dolacak olan Fed Başkanı Bernanke'nin yerine aday gösterilen Lawrence Summers'in bu görevi kabul etmeyeceğine ilişkin yaptığı açıklamalar ile,
2. Fed'in Eylül ayı Fomc toplantısında, sürpriz bir şekilde aylık \$85 milyar'lık varlık alım programında herhangi bir değişikliğe gitmemesi,
3. Merkez Bankası'nın gecelik borç verme faizinde gerçekleştirdiği 125 baz puanlık artırım sonrasında yeni faiz artırımlarına gitmeyeceğine referans veren açıklamaları etkili oldu.

Yılın son çeyreğine girilirken, küresel piyasalar kadar Türkiye piyasalarında oynaklığı her an artıracak dört önemli "belirsiz" bulunuyor.

1. **ABD'de bütçe kesintileri ve borçlanma tavanı:** Yılın son çeyreği ABD'de federal hükümetin kapanmasıyla başlarken, ABD Hazinesi'nin \$16.7 trilyon'lık borç tavanının yükseltilip yükseltilmeyeceğine ilişkin belirsizlikler, finansal piyasalardaki oynaklığın Ekim ayının



Ali Çakıroğlu
Kıdemli Yatırım Stratejisti
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.

ilk haftalarında yüksek kalmasına neden oldu. Ancak Demokrat ve Cumhuriyetçi liderlerin uzlaşmaları sonrasında bu konuya ilişkin kaygılar bir süreliğine de olsa ortadan kalktı. Öyle ki liderler, federal hükümete 15 Ocak 2014'e kadar harcama yetkisini tanıyan, borçlanma tavanını da 7 Şubat'a kadar uzattı. Bütçe ve borçlanma tavanına ilişkin atılan adımlar sonrasında ABD

Hazinesi'nin temerrüt riski ortadan kalkarken, federal hükümetin açılmasıyla birlikte ABD ekonomisine ilişkin aşağı yönlü riskler de azalmış oldu. Önümüzdeki dönemde piyasa oyuncuları, 2014 bütçesine ilişkin yapılacak görüşmeleri takip edecek. Demokrat ve Cumhuriyetçiler arasındaki mutabakata göre, bütçe konusunda bir uzlaşma grubunun kurulması beklenirken, grup bütçe harcamaları konusundaki ihtilafları çözmek için çalışacak.

2. Fed'in para politikası ve yeni Fed Başkanı: Fed 17/18 Eylül'deki Fomc toplantısında aylık \$85 milyar'lık varlık alım programında değişikliğe gitmese de, önümüzdeki dönemde varlık alımlarını azaltması kaçınılmaz görünüyor. Bununla birlikte varlık alımlarındaki azaltma hızı, özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarının performansı açısından belirleyici olacak en önemli faktörlerden biri olarak karşımıza çıkıyor. ABD'de federal hükümetin 16 gün kapalı kalmasının büyüme üzerindeki etkilerini de göz önünde bulundurarak piyasa oyuncuları, varlık alımlarındaki azaltma sürecinin 2014'e sarkabileceği-

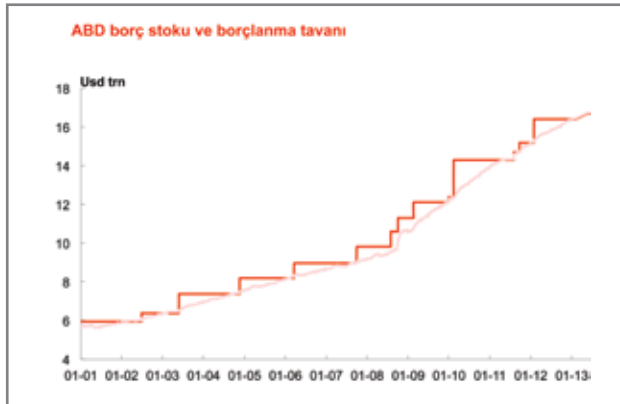
ni tahmin ederken, bunu netleştirecek en önemli olgu emek ve konut piyasasına ilişkin önümüzdeki dönemde açıklanacak veriler olacak.

Bunun dışında finansal piyasalar açısından önemli olacak bir diğer olgu da, Fed'in faiz projeksiyonları. Fed, Eylül ayı Fomc toplantısında politika faizlerindeki artırımların oldukça yavaş ve kademeli olacağını belirtmiş ve 2016 sonu itibarıyla faizi %2.00 - %2.25 seviyelerinde tahmin etmişti. Fed'in ılımlı faiz projeksiyonlarının piyasalar tarafından yansımaları şu ana kadar sınırlı kalırken, ABD tahvil faizleri %2.9 seviyelerinden sadece %2.7 seviyelerine geriledi.

Görev süresi Ocak'ta sona erecek olan mevcut Fed Başkanı Bernanke'nin yerine kimin geçeceği de finansal piyasalar tarafında oynaklığı artırabilecek bir diğer faktör olarak görünüyor. En güçlü başkan adaylarından Summers'in bu görevi kabul etmeyeceğine ilişkin açıklamaları sonrasında Fed'in mevcut başkan yardımcısı Janet Yellen'in ismi öne çıksa da, resmi açıklama gelene kadar konuya ilişkin belirsizlikler devam edecek.

3. Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) para politikası:

ECB, Ağustos ayı ile birlikte para politikasının geleceğine ilişkin daha somut ifadeler kullanırken, yapıcı para politikalarının uzunca bir süre devam edeceğini belirtti. Bununla birlikte, ECB Başkanı Draghi de, Avrupa Bölgesi'ne dair gelen olumlu ekonomik verilere rağmen, büyümeye ilişkin risklerin aşağı yönlü olmaya devam ettiğini vurguladı ve özellikle bankacılık sektörünün kredi verme konusundaki isteksizliğini dile getirdi. Draghi ayrıca, gerek görülmesi durumunda sistemin likiditesini sağlamak adına ECB'nin 2012'dekine benzer "uzun vadeli refinansman operasyonları" yapabileceğini açıkladı. Bu bağlamda önümüzdeki dönemde ECB'nin bu tür yeni operasyonlar yapıp yapmayacağı takip edilecek. ECB'nin 2012'de gerçekleştirdiği operasyonlar sonrasında özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında

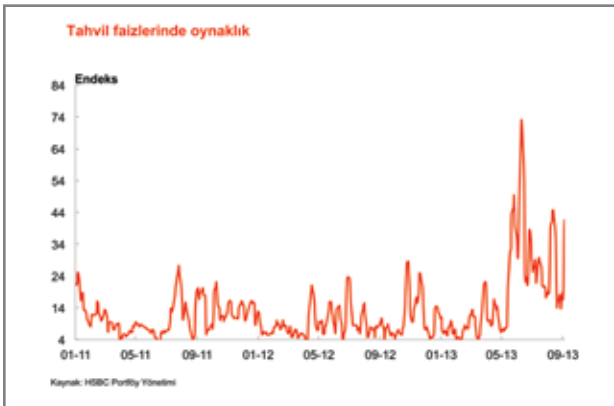


belirgin bir toparlanma gözlenmiş; bu durum da finansal piyasalardaki yukarı yönlü hareketleri desteklemiştir.

4. Suriye'ye ilişkin gelişmeler: Rusya'nın devreye girmeyle Suriye'nin elinde bulunan kimyasal silahları uluslararası otoritelere teslim edebileceğine ilişkin açıklamaları sonrasında askeri müdahale ihtimali azalsa da, sürecin görece uzun olması konuya ilişkin risklerin devam etmesine neden oluyor. Rusya ile ABD arasında Eylül ayında yapılan görüşmeler sonrasında ortaya konan yol planına göre, uluslararası otoritelerin Kasım ayı ile birlikte kimyasal silahlara ilişkin denetimlere başlaması beklenirken, silahsızlandırma sürecinin 2014'ün ortalarında tamamlanması öngörülmüyor.

Bunların dışında, sorunlu Avrupa ülkelerindeki politik gelişmeler de önümüzdeki dönemde takip edilecek. İtalya'da koalisyon hükümetinin geleceğine ilişkin belirsizlikler devam ederken, bu tarafta yaşanabilecek bir seçim riski özellikle sorunlu Avrupa ülkelerine ilişkin bakış açısını olumsuz etkileyebilir.

Türkiye özelinde ise yılın son çeyreğinde Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarının piyasaların seyri açısından belirleyici olacağını düşünüyoruz. Esasın da gerek Merkez Bankası Başkanı Erdem Başçı, gerekse Para Politikası Kurulu üyelerinden şu ana kadar gelen açıklamalar, politika faizlerinde herhangi bir değişikliğin olmayacağına referans verirken, Türk lirasındaki oynaklığı azaltmak için döviz satım ihaleleri ile diğer para politikası araçlarının kullanılacağına işaret ediyor. Bununla birlikte yapılan vurgular, faiz artırımlarının sadece orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin risklerin belirginleşmesi durumunda olacağını gösteriyor. Merkez Bankası'ndan gelen açıklamalara rağmen, politika faizlerindeki mevcut seviyelerin Türk lirasındaki oynaklığı azaltmada yeterli olmayacağını düşünmekle birlikte, bu durumun enflasyon görünümü üzerinde de riskleri artırdığını hatırlatıyoruz. Buna bağlı olarak olması gerekenin gecelik borç verme faizlerinde yeni artırımlar olduğu kanaatindeyiz.



Diğer taraftan, ekonomiye ilişkin açıklanacak veriler de Türk varlık fiyatları açısından belirleyici olacaktır. Bu bağlamda Türkiye'nin dış dengelerindeki gelişmelere referans verecek cari açık rakamları kadar, ekonomik aktivitenin seyrini gösterecek sanayi üretimi, istihdam, büyüme gibi veriler önemle takip edilecektir.

Önümüzdeki dönemde gerek gelişmiş, gerekse gelişmekte olan ülke piyasalarında kalıcı bir yükseliş hareketinin başlayabilmesi için ABD tahvil faizlerinde kalıcı bir gerilemenin olması gerektiğini düşünüyoruz. Bu bağlamda şu sıralarda %2.7 seviyelerinde bulunan ABD 10 yıl vadeli tahvil faizlerinin %2.5'lere (ve altına) doğru hareket etmesinin finansal piyasalardaki iyimserliğin belirginleşmesi adına önemli bir gösterge olacağını vurguluyoruz. Yılın son çeyreğinde küresel piyasalardaki oynaklığın kısa vadede yüksek kalmaya devam edebileceğini ve bu durumun Türk varlık fiyatlarına da yansıtılabileceğini göz önüne aldığımızda, kısa vadede bant aralığının geniş kalmaya devam edeceği kanaatindeyiz. Bununla birlikte, Türkiye ekonomisine ilişkin olumlu beklentilerimizin devamıyla, orta/uzun vadede Türkiye piyasalarına ilişkin olumlu görüşümüzü koruyoruz.

Türk lirasındaki gelişmeler Borsa İstanbul'un seyri açısından önemli bir belirleyici olacaktır. Bununla birlikte gelen seviyeleri de göz önünde bulundurduğumuz Borsa İstanbul'da, riskler kadar fırsatların da devam ettiğini öngörmekteyiz. Ancak, özellikle uzun vadeli bir bakış açısıyla bu taraftaki getiri potansiyelinin görece yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Fed'in varlık alım programında değişikliğe gitmemesi ile politika faizlerindeki artırım sürecinin yavaş ve kademele olacağına ilişkin açıklamaları ve Merkez Bankası'nın mevcut para politikası duruşunun tahvil faizlerindeki yukarı yönlü hareketleri sınırlayacağını tahmin ediyoruz. Bununla birlikte, orta vadeli enflasyon beklentilerinde kayda değer bir bozulma yaşanmadığı sürece, tahvil faizlerindeki düşüş eğiliminin sürebileceğini hatırlatıyoruz. Tüm bunları göz önünde bulundurduğumuzda tahvil piyasasının risk – getiri bağlamında cazip olduğunu vurguluyoruz.

Merkez Bankası'nın günlük likidite yönetimine ve döviz satımlarına dayalı mevcut para politikası duruşunun Türk lirasındaki oynaklığı bertaraf etmek adına yeterli olmayacağını düşünüyoruz. Bu bağlamda, küresel risk algılamalarını olumlu etkileyecek bir şok ve/veya Merkez Bankası'ndan faiz artırım gelmediği sürece, Türk lirasındaki oynaklığı yüksek seyrin devam edeceğini tahmin etmekteyiz. Mevcut görünüm ışığında \$/TL'de hareket aralığının 1.95 – 2.05 olabileceği kanaatindeyiz.

Sorularımızı cevaplayın, kitap kazanın!

Kurumsal Yatırımcı'nın 22. sayısında Fon Dünyası sayfalarında yayınlanmış bilgilerden oluşan aşağıdaki soruların doğru cevaplarını 15 Kasım 2013 Cuma akşamına kadar, en önce info@tkyd.org.tr adresine gönderen 10 okuyucumuza Scala Yayıncılık'tan kitap hediye ediyoruz.

YENİ

GELECEĞE YATIRIM
YABANCI BÜYÜKLERİ İÇİN TASARRUF VE YATIRIM TAVSİYELERİ

Atilla Köksal, CFA
Hakan Osmanoğlu

Fiyatı 24 TL (KDV Dahil)
ISBN: 9786054650132



SCALA
www.scala.com.tr

Adres: İktisadi Cid. Han Öncül Sok. Hızın Pulu Pasajı No:116/7 B Bataktarı - Beşiktaş - İSTANBUL
Telefon: 00212 291 91 26 - 00212 245 51 30 yada Faks: 00212 245 28 43
E-mail: scala@scala.com.tr

YENİ

TURBO SERTİFİKALAR
ALTERNATİF BİR HALDEKİ TÜREK ÜNİT

Doç. Dr. Serhat Yanık
Erkan Kilimci

Fiyatı 35 TL (KDV Dahil)
ISBN: 9786054450118



SCALA
www.scala.com.tr

Adres: İktisadi Cid. Han Öncül Sok. Hızın Pulu Pasajı No:116/7 B Bataktarı - Beşiktaş - İSTANBUL
Telefon: 00212 291 91 26 - 00212 245 51 30 yada Faks: 00212 245 28 43
E-mail: scala@scala.com.tr



SCALA Kitapçı
Şşşt... Okuyorum!

her kitap
başka bir
yolculuk...

www.scala.com.tr

1- Hangi ülkede yatırım fonları sektörü yarattığı istihdam artışı nedeniyle övgü aldı?

2- 'Bond King' lakabıyla anılan ünlü fon yöneticisi kimdir?



Artık “bedava yemek” yok

Diğer piyasalara göre daha hızlı büyüyen gelişen piyasalara yatırım yapmanın mantığı ikna edici olmaya devam ediyor. Ancak gelişen piyasaların dinamikleri değişiyor ve bunun sonucunda yatırımcıların yaklaşımları da etkileniyor. Dünya ekonomisinin yeni bir dengeye kavuşması yeni kazananlar ve kaybedenler ortaya çıkaracaktır ve yeni ülkeler ön plana çıkarken BRIC gibi bazı kısaltmaların da giderek modası geçecektir. Yatırımların aktif bir şekilde yönetilmesi, ülke ve hisse senetlerinin temel göstergelerinin ortaya koyduğu gibi hayati öneme sahip olacaktır.

Geçtiğimiz on yıl dikkate değer nitelikteydi. O kadar dikkate değerdi ki bu dönemin bir kez daha tekrarlanması mümkün değildir. 2003-2008 döneminde gelişen ekonomiler ve borsalardaki eşzamanlı büyüme, güçlülük ve yaygınlık açısından daha önce görülmemiş düzeydeydi. Ancak süregelen ‘ucuz para’ arzı olmasa, gelişen piyasalardaki büyüme tarihi ortalamalara doğru geri çekilmek zorunda kalabilir. Büyüme oranlarının farklılık gösterdiği bir dönemde ise yatırımcıların gelişen piyasaları homojen bir blok olarak değil münferit vakalar olarak görmeleri gerekiyor. Gelişen piyasalar içerisinde seçicilik çok önemli olacak ve daha aktif bir yaklaşım gerektirecektir.

GELECEK 10 YIL GEÇMİŞ 10 YILIN TEKRARI OLMAYACAK

Yatırımcılar yakın geçmişe dayanarak geleceği tahmin etme eğilimindedir. Ancak tarih göstermiştir ki ekonomi ve piyasalar düz çizgiler halinde hareket etmezler. Gelecek 10 yılda geçmiş 10 yılda olanların devam etmesi çok düşük bir ihtimal. Çin’in ekonomik anlamda yeni bir denge oluşturması, gelişen piyasalar arasında yeni kazananlar ve kaybedenler ortaya çıkaracaktır. Ayrıca beklenmedik siyasi ve teknolojik gelişmeler de küresel ekonomik trendleri etkileyecektir. Tarih boyunca, gelişen piyasalar içinde liderlik pozisyonu farklı ülkeler arasında el değiştirmiştir. Bazıları, (Arjantin ve Venezüela gibi) hızla büyüyerek gelecek vaat ettikten sonra sermaye girişleri üzerinde kontroller uygulayan siyasi yönetimler nedeniyle MSCI Gelişen Piyasalar Endeksi’nden

çıkarılmışlardır. Ekonomik yakınsama hazırda olan bir durum değildir, kazanılıp elde edilmesi gereken bir şeydir. Olumlu bir yaklaşımla kendisini göstermeye devam eden piyasalarla, rekabetçi pozisyonlarını kaybetmek veya aşırı popülist politikalar uygulamak gibi nedenlerle geçmişte ulaştıkları seviyelerden “aşağıya gitme” riski olanları birbirinden ayırmak hayati önem taşıyor.

EMTİA SÜPER DÖNGÜSÜ SONA ERECEK

Çin’in kolay sermaye arzının da desteğiyle yatırıma bağlı büyüme modeli, son 10 yıl içerisinde birçok emtiaya yönelik talebin giderek artmasında önemli bir etkiye sahip oldu. Aslında, Çin’in endüstriyel metallere, fosil yakıtlara ve gıda maddelerine olan iştahı, birçok emtia ihracatçısı için belirgin bir “Çin’e bağımlılık” yaratan emtia



Adam Lessing
Head of Austria and Eastern Europe
Fidelity Worldwide Investment

süper döngüsünün de merkezinde yer alıyordu. Kaçınılmaz olarak, Çin ekonomisinin iç talebe yönelik yeniden dengeleme çalışmaları endüstriyel emtiaya olan iştahı da azaltacak. Çin'in endüstriyel metallere olan talebinin, yatırım ve altyapı inşaatlarının zirve noktasından geriye düşmesiyle birlikte artık azalmaya başlaması bekleniyor. Bu durum, hem metal ve madencilik sektörü hem de Şili gibi metal ihracatından çok olumlu bir şekilde yararlanan gelişen piyasalar için sonuçlar doğuracak. Diğer gelişen piyasalar, ya Çin'in yeniden dengelemesi sayesinde ya da buna rağmen büyüme kaydedecek. Bu nedenle, kazananlar ile kaybedenleri belirlemek için yapılması gereken analizin hisse senedi seviyesine indirilmesi gerekiyor.

GELİŞEN PİYASALAR: HIZLI BÜYÜMEDEN DAHA FAZLASI

Gelişen piyasalara başarılı yatırımlar yapmak, sadece ekonomik büyümeyle ilgili değildir. Orta ve uzun vadede, ekonomik büyüme ve hisse piyasasının performansı arasında bir ilişki bulunduğu görülüyor. Küresel GSYİH içinde artan paylarını yansıtabilecek şekilde piyasa değerlerinin de yükselmelerinden dolayı gelişmekte olan piyasalar da tam olarak bu nedenle uzun vadeli yatırımlar için çekici hale geliyor. Ancak ekonomik büyüme ile hisse

piyasasının performansı arasındaki bu ilişki o kadar basit değildir. En yüksek ekonomik büyüme oranları, özellikle kısa vadede, otomatik olarak en iyi hisse piyasası getirilerine neden olmaz. Şirketlerin temel göstergeleri, hisse değerlemeleri, makroekonomik ve düzenlemelerle ilgili koşullar, kurumsal yönetim ve yatırımcıların beklentileri gibi bir dizi diğer faktör de önemli rol oynar. Bu karmaşık durum, gelişmekte olan piyasalar için yalnızca ekonomik büyüme odaklı olmanın ötesinde, baştan aşağı bir dizi etkene odaklanan farklılaştırılmış ve hisse seçmeye dayanan bir yaklaşım benimsenmesini gerektirir.

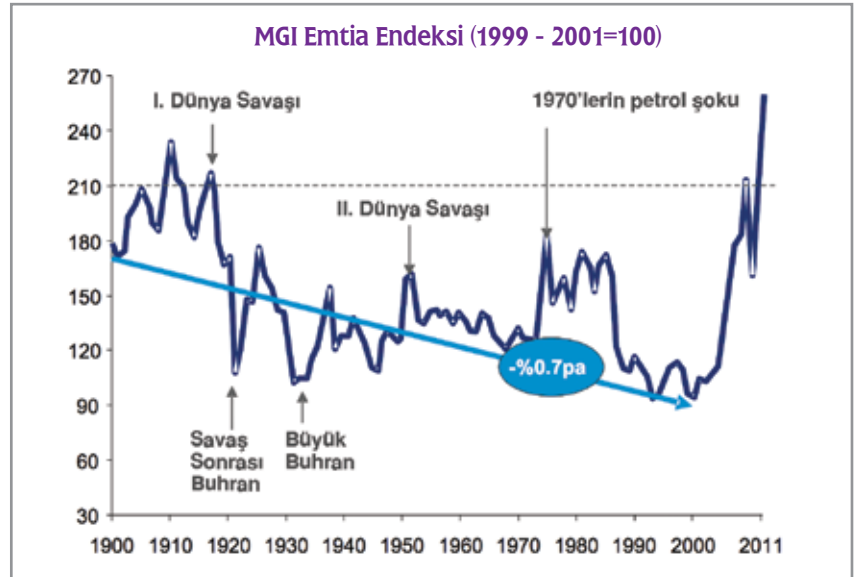
SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerin öyküsü, giderek daha farklı ve daha katmanlı bir hal alarak, yatırımcıları da geçmişe kıyasla daha seçici olmak zorunda bırakıyor. Gelişmekte olan piyasaların eşzamanlı büyümesini ve "homojen" bir blok olarak yanlış şekilde değerlendirmelerini destekleyen etkenler ortadan kayboluyor. Çin'in yeniden dengelenme sürecinin,

gelişen piyasaların genelini olumsuz etkileyeceğine inanmak hatalı olur. Bu, kazananlar ile kaybedenler arasında daha büyük bir ayrımın oluşturulmasını sağlayacak. Gelişen piyasaların heterojen yapısı, bir kez daha ön plana çıkararak, bir dizi pazara dinamik şekilde girmek isteyen yatırımcılar için BRIC gibi terimleri modası geçmiş bir hale getirecek. Masadan parayı çekmenin zamanı değil – hatta, gelişmekte olan piyasalardaki değerlemeler, geçmişe göre ve gelişmiş piyasalara kıyasla şimdi çekici bir durumda bulunuyor.

Ancak, paranın yatırıma dönüştürülmesiyle ilgili taktikleri değiştirmenin zamanı. Yatırımcılar, her zaman önlerindeki döneme bakmaya çalışmalı ve gelecek için yakın geçmiş bir yol haritası olarak kullanmanın cazibesine kapılmamalı. Gelişmekte olan ülkelerin borsa endekslerinin, Çin'in ekonomik yeniden dengeleme sürecine karşı en hassas olan alanların bazılarında yoğunlaşma riskine sahip olması nedeniyle yatırımcıların da aktif ve ileriye dönük bir yaklaşım benimsemeleri hayati önem taşıyor.

EMTİA SÜPER DÖNGÜSÜ SONA ERDİ...



Kaynak: McKinsey Global Institute, 2011.

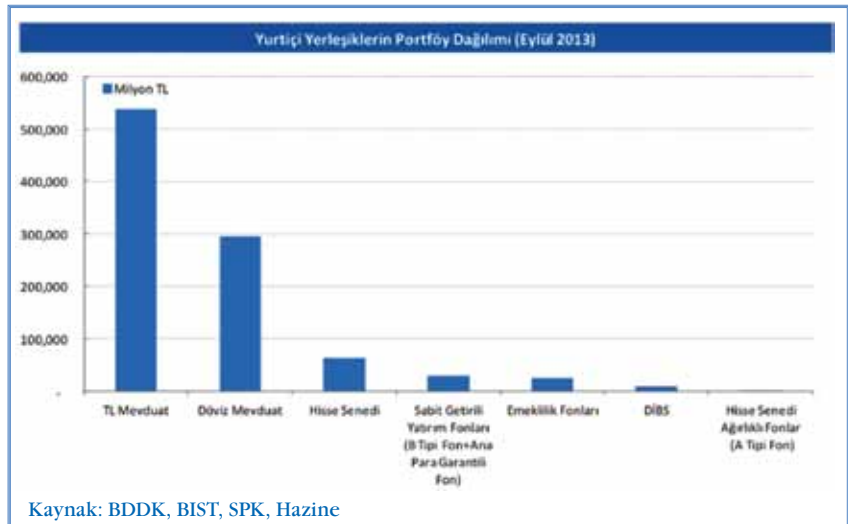


Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.

Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş. ÜNLÜ & Co grubu şirketlerindedir. 1996 yılında bağımsız bir finansal danışmanlık firması olarak kurulan ÜNLÜ & Co, Türkiye'nin lider yatırım bankacılığı ve varlık yönetimi hizmetleri kuruluşudur. Türk yatırımcısının genel olarak muhafazakar ve volatilitiyi sevmeyen bir risk profiline sahip olduğunu söylemek sanırım yanlış olmaz. Türkiye'deki portföy dağılımı bunu net bir şekilde ortaya koyuyor. Yurtiçi yerleşiklerin birikimlerinin yüzde 90'ına yakınının geleneksel olarak mevduatta (TL ve döviz) değerlendirilmekte olduğunu görmekteyiz. Ayrıca, görece küçük bir yer tutsa da, yatırım fonu endüstrisinin, neredeyse tamamına yakını da sabit getirili menkul kıymetlere (repo, tahvil/bono, vb.) yatırım yapan fonlardan oluşmaktadır. Hisse senedi ya da hisse senedi ağırlıklı fonlarda değerlendirilen tutar, yurtiçi yerleşiklerin toplam portföyünün sadece yüzde 7'sini oluşturmaktadır. Geçtiğimiz dönemde mevduat oranlarının da alışılmışın dışında düşmesiyle, yatırımcılarda mevduata alternatif ürün arayışları artmıştır. Biz de, yatırım stratejimizi şekillendirirken, öncelikle

sabit getirili menkul kıymet fonumuza ağırlık vermenin daha doğru bir strateji olacağına karar verdik. Ağustos 2012'de biraraya gelen ekibimiz, Ekim 2012'den itibaren B Tipi Değişken Fon (SUB)'u aktif olarak yönetmeye ve pazarlamaya başladı. **Ünlü Menkul Değerler B Tipi Değişken Fonu**, düşük risk profilindeki mevduat yatırımcısına, benzer risk ve volatilitiyeye ile daha yüksek getirili bir alternatif sunmayı amaçlamaktadır. Fonumuz ağırlıklı olarak T.C. Hazine ve özel sektör bonolarına yatırım

yaşmaktadır. Ayrıca çıplak döviz (spot ya da vadeli FX) pozisyonu alınabilir. Faiz döngülerini yakalayarak ve durasyon ve kredi riskini yöneterek riske göre düzeltilmiş getiriyi maksimize etme amacı taşımaktadır. Ayrıca alışılmışın aksine, fonumuzun yönetim ücretini piyasa ortalamasının oldukça altında tutup, 'kazan-kazan' prensibi doğrultusunda müşterinin elde edeceği getiriyi maksimize etmeyi hedeflemektedir. Bu fonu kurarken, Türk yatırımcısının 'muhafazakar – volatilitiyeyi sevmeyen' risk profilini göz önünde bulundura-





Demet Kardeş
Pazarlama Direktörü
Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.

rak, tamamen farklı volatilité ve risk unsuruna sahip olan hisse senedi ile mevduat ya da sabit getiri enstrümanlarının risklerini bir araya getirmemeye özellikle özen gösterdik. Dolayısıyla fonumuz hisse senetlerine yatırım yapmamaktadır.

Ünlü Portföy Yönetimi olarak ilk ve en önemli hedefimiz, yatırımcılara risk ve getiri tercihleri doğrultusunda 'doğru müşteriye doğru ürünü sunmak' tır. Mevduat müşterileri alışık oldukları geleneksel yatırım eğilimlerinin bir adım dışına çıktıkları için, ürünü doğru anlatmak ve anlamak çok önemli. Aksi takdirde, müşterinin ağızda kalacak acı bir tat, müşterinin belki

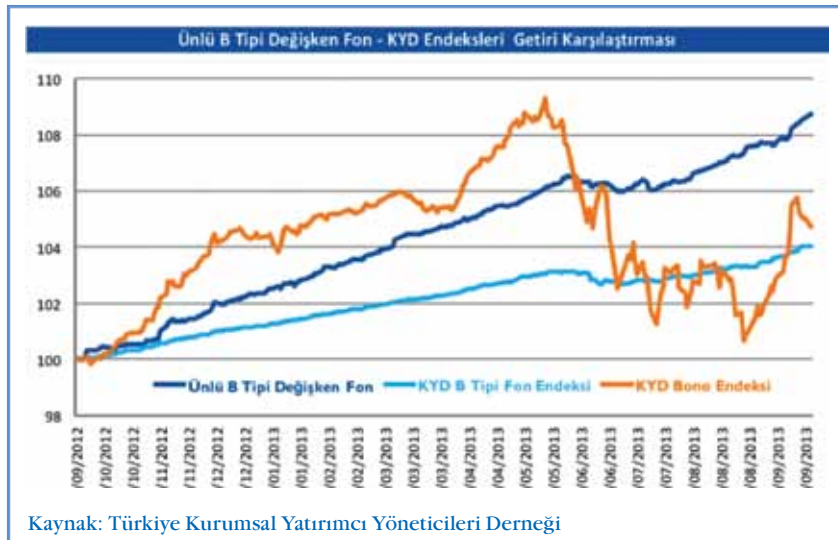
de ebediyen bu tarz ürünlerden uzak durmasını sebebiyet verebilir. Başka bir deyişle, mevduatın üzerinde getiri sağlamayı hedefleyen alternatif bir ürün sunarken, ürünün volatilesinin de mevduattan çok farklılık göstermesi gerektiğine dikkat edilmektedir. Örneğin piyasalarda iyimserliğin hakim olduğu dönemde, vade uzatarak risksiz zannedilen 5-10 yıllık T.C. Hazine kağıtlarına yatırım yapan yatırımcılar (fonlar) ciddi değer kayıplarına uğramışlardır. Aynı şekilde, iyimserliğin hakim olduğu dönemlerde, getiriye maksimize etmek amacıyla portföylerine hisse senedi dahil eden B tipi fonlar da sonrasında yüksek oranlı kayıplara uğramışlardır. Bu nedenle, mevduata alternatif olarak sunulan bir üründe birbirinden çok farklı risk karakteristiğine sahip menkul kıymetleri bir araya getirmemek, getirilecekse de çok dikkatli davranmak ve riskleri önceden müşteriye çok iyi anlatmak gerekmektedir. Fonumuz, aktif olarak yönetmeye başladığımız 2012 Ekim ayından bu yana geçen bir yıllık süreçte, hedeflediğimiz gibi mevduatın üzerinde getiri sağlarken, bunu mevduata çok yakın, çok düşük bir volatilité ile sağlamış, bono endeksinin maruz kaldığı volatilitéyi ve değer kaybını yaşamamıştır.

Önümüzdeki dönemde de amacımız, risk profillerine ve müşteri ihtiyaçlarına paralel olarak farklı ürünleri birey-

sel ve kurumsal yatırımcılara sunmaya devam etmek olacaktır. Piyasalardaki gelişmeler doğrultusunda, olabilecek iniş çıkışlara risk toleransı daha yüksek olan müşteriler için önümüzdeki günlerde daha farklı finansal ürünleri yatırımcılarımıza sunuyor olacağız. Bu amaçla kısa bir süre içinde **Ünlü Menkul Değerler A.Ş. Serbest Yatırım Fonumuzu** da halka arz edeceğiz. Serbest yatırım fonumuzun yatırım hedefi Türk ve yabancı mali varlıklarının işlem gördüğü piyasalarda, farklı piyasa döngülerinin ortaya çıkaracağı fırsatların değerlendirilmesi suretiyle uzun dönemli ve sürekli "mutlak getiri" elde etmek olacaktır. Piyasaların her iki yönde de sunacağı fırsatlardan istifade etme (long-short) esnekliğine sahip olan serbest yatırım fonumuz, tezgahüstü türev işlemler de dahil olmak üzere, kaldıraçlı pozisyon alabilecektir. Ülkemizde ekonomik gelişme beraberinde yapılandırılmış finansal ürünlerin geliştirilmesine de imkan tanımaktadır. Maalesef, bu ürünler kısıtlı bir bireysel yatırımcı kesimine pazarlanmaktadır. Biz de, Ünlü Portföy olarak, serbest yatırım fonu dışında, bireysel yatırımcının tek başına ulaşamayacağı, yapılandırılmış ve çeşitlendirilmiş farklı finansal ürünlere de daha iyi bir fiyatlama ile ulaşabilmesini sağlamayı amaçlıyoruz.

Uyarı Notu:

Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve regüle edilmiş bir kurumdur. Burada yer alan bilgiler eksiksiz olduğu iddiasında değildir ve değişikliğe uğrayabilir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulması gereklidir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi, beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özeni göstermelisiniz. Burada yer alan görüşlere güvenerek işlem yapmanız durumunda uğranılacak zararlardan Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş. sorumlu değildir.



Kaynak: Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği



FATCA - Amerika dünyayı kendisinin vergi müfettişi mi yapmak istiyor?

FATCA nedir ve neden böyle bir uygulama getirildi

Amerikan vatandaşları vatandaşlık esası üzerine vergilendirilmektedirler. Dünyanın neresinde yerleşik olursa olsun Amerika'da beyan vermeleri ve vergi ödemeleri gerekmektedir. Pratikte, yüksek geliri ve nitelikli Amerikan vatandaşları yatırımcılar, Amerika'daki finansal piyasalara olan yatırımlarını, direkt olarak kendilerini ifşa etmek yerine dolaylı bir şekilde finansal kurumlar üzerinden yapmaktadır ve nihayetinde geliri elde ettiklerinde beyan etmeye-bilmemektedirler.

Demokratik Parti'den gelen ABD Başkanı Barack Obama, 2010 yılında Parti'nin ana prensiplerinden vergide eşitlik ve "zenginden alıp fakire verme" ilkesi altında yurtdışındaki finansal kurumları aracı kılarak Amerika'daki finansal piyasalara dolaylı yoldan yatırım yapan, belli bir varlığı

düşük vergi oranlarının olduğu ülkelerdeki bankalarda tutan ve akabinde vergi vermeyen Amerikan vatandaşlarından vergi almayı hedeflemiştir. Bu bağlamda "Foreign Account Tax Compliance Act" (FATCA) adlı kanunu 2010 yılında yasalaştırmıştır.

Kanunun getirdiği hususlar

FATCA'nın esas gayesi Amerikan finansal piyasalarına yabancı finansal kuruluşlarla (YFK) aracılığı ile yatırım yapan, gelirin gerçek sahibi olan Amerikan vatandaşı /vergi mükellefi olan kişilerin tespitine yönelik bir nevi kurallar zinciridir. Bu sebeple FATCA mevzuatı YFK'lardan;

1. Kendi nezdinde olan hali hazırda müşterileri hakkında detaylı bir analiz yapmasını ve Amerikalı müşterilerini tespit etmesini;
2. Yeni alınacak müşterilerinde Amerikalı müşteri tespit edecek şekilde bir sistem oluşturmasını;
3. Yeni aldığı ve/veya hali hazırda Amerikalı olan müşterilerinin

mevzuatta belirlenen bilgileri (örneğin yatırımlarının tutarları, gelirleri, adres, unvan gibi bilgileri sayılabilir) Amerika'nın Maliye Bakanlığı olan IRS'e raporlama yapmasını; istemektedir.

Yukarıda bahsi geçen kurallara uyan YFK'lar FATCA uyumlu kabul edilmektedir. FATCA uyumlu olmayan ve olmamayı tercih eden kurumların ise Amerikan finansal piyasalarına yaptıkları yatırımları ile ilgili yapılan ödemeler %30 oranında vergiye tabi tutulacaktır. Söz konusu vergi, ödeme üzerinden olacaktır (yani bir YFK yatırımdan zarar etse bile bir ödeme olacağından, yine de %30 vergi alınacaktır). Hal böyle olunca, FATCA özünde mevzuat gereği zorunlu olmasa da, yaptırımları bir nevi finansal kurumları FATCA'ya uyumlu olmaya itmektir. Söz konusu yatırımı olmayan bir YFK varsa prensipte %30'dan etkilenemeyebilecektir ama FATCA uyumlu olmamanın pratikte başka yönlerden sakıncaları olacaktır.



Barış Yalçın
Senior Manager / Tax
PriceWaterhousecoopers

Örneğin FATCA uyumlu olmayan kurumlara Amerikan bankaları veya Avrupa bankalarının iş yapma konusunda çekinceleri olması büyük ihtimalle söz konusu olabilecektir. Dolayısıyla, genel olarak küresel piyasalarda işlem yapan YFK'ların uyumlu olmaması pek mümkün gözükmemektedir. Bu açıdan bakıldığında Amerika bütün ülkeleri bir nevi kendisinin vergi polisi yapmak istemektedir.

FATCA uyumlu olabilmek için ya IRS ile direkt olarak anlaşma yapmaları gerekmekte veya ülkeler kendi aralarında anlaşma yapabilmektedir (örneğin Türkiye ile Amerika arasında gibi). Direkt anlaşma yapıldığında YFK direkt IRS'e raporlama yapmakta ve o ülkenin Maliye'si konuya dahil olmamaktadır. Ülkeler kendi aralarında anlaşma yaptıklarında ya YFK o ülkenin maliye bakanlığına raporlama yapmakta ve maliye bakanlığı IRS'e raporlama yapmaktadır (model 1) veya yine YFK'lar IRS'e raporlama yapmakta ama ülkelerin maliye bakanlıkları kendi aralarında anlaşmaktadır (model 2). Söz konusu modellerin getiriliş amacı, genelde ülkelerde bulunan bankacılık sırlarını ifşa etme konusundaki hukuki engellerdir. Diğer bir deyişle, genellikle ülkelerde YFK'lar müşteri hakkındaki bilgileri başka bir ülkeye veya bir üçüncü kişiye kolaylıkla ifşa edememektedir

ve bu hukuki engeli aşmak için böyle modeller geliştirilmiştir. FATCA'nın yürürlüğe girmesi 30 Haziran 2014'tür. Fakat FATCA işlemeye başladığında yukarıda bahsedilen konular hemen devreye girmekte, 2014'ten 2018'e kadar aşamalı şekilde yürürlüğe girmektedir.

Türkiye'de Finans Sektörüne etkileri

Türkiye'de Amerika piyasalarına yatırım yapan veya Amerikan bankaları ile bankacılık işlemleri olan Türk finansal kuruluşlarının stopaj cezasından kurtulabilmek için müşterilerinin kim oldukları konusunda çalışma yapması ve Amerikalı müşterilerini belirlemesi ve Amerikalı müşterilerinin varlıkları ve gelirleri hakkında IRS'e bilgi vermesi gerekmektedir. Söz konusu çalışmalar ciddi bir hazırlık gerektirdiğinden, Türkiye'deki bankalar ve diğer finansal kurumlar üzerinde önemli bir hazırlık sürecini beraberinde getirecektir. FATCA, Türkiye'deki bankaları ve Amerikalı müşterileri olan diğer finansal kurumların hali hazırdaki müşterileri hakkında detaylı bir analizi gerektirdiğinden ve ileriye yönelik müşteri kabul etme prensiplerini önemli ölçüde etkileyeceğinden ötürü özellikle büyük ölçekli, perakende bankacılık yapan Türk bankaları üzerine operasyon anlamında ciddi bir yük getirmesi beklenmektedir. Yukarıda bahsettiğimiz üzere Amerika'nın finansal piyasalarına Türk finansal kurumları yatırım yapmıyor olsa bile, FATCA uyumlu olmayan Türk finansal kurumlar ile dünyadaki diğer finansal kurumların iş yapma konusunda çekinceleri olması sebebiyle her bir durumda söz konusu mevzuatın etkileri kaçınılmaz bir şekilde hissedilecektir.

Dünyada ve Türkiye'de FATCA konusunda ne durumdayız ve gelecekte bizi ne bekliyor?

Türkiye'de Bankacılık mevzuatındaki müşteri gizliliği kuralı sebebiyle

(Bankacılık Kanunu md 73) Maliye Bakanlığı anlaşma yapmaya karar vermiştir ve planlanan birinci modeldir. Bu bağlamda IRS'e başvuruda bulunmuştur ve halen görüşmeler için haber beklenilmektedir. IRS tarafında sadece beş kişinin FATCA ile ilgileniyor olması ve dünyada sadece bazı gelişmiş ülkelerin anlaşmaya varmış olması ve geri kalan ülkelerin halen daha sırada bekliyor olması, Türkiye'nin de zamanında FATCA anlaşmasına varması olasılığını azaltmaktadır.

FATCA dışında ise dünyada benzer uygulamalara yönelik önemli adımlar da atılmaktadır. Yakın zamanda G20 ülkeleri bir araya gelip dünyada vergi matrahlarının çeşitli yollarla aşındırılmasından ve yatırımcıların vergi vermeyerek, varlıklarını vergi cennetlerinde saklamasından rahatsızlıklarını dile getirip bir aksiyon planı belirlemiştir. Aksiyon planı yapılacak 15 adet yöntemle birlikte, söz konusu yöntemlerin içinde en önemlisi ülkelerin kendi aralarında bilgi değişimi yapmasını ön görmektedir. Dolayısıyla, FATCA benzeri bir uygulamanın bütün dünyaya yayılacağı gözükmemektedir. Henüz detayları belli olmamakla birlikte, Türkiye de G20 topluluğunun bir parçasıdır ve aksiyon planına büyük ihtimalle dahil olacaktır. Dolayısıyla, her ülke diğer ülkelerin vergi polisi olmasını beklemektedir. Amerika özünde bilgi değişiminin öncüsü olmuştur ve diğer ülkelerin de onu izleyeceği görülmektedir. Sonuç olarak, önümüzdeki senelerde FATCA ve diğer mevzuatlar sebebiyle hiç bir yatırımcı parasını düşük vergileme rejimlerinin olduğu vergi cennetlerinde veya benzeri ülkelerde saklayamaz olacaktır. Öte yandan FATCA ve diğer ülkelerin raporlama kuralları sebebiyle finansal kurumlar üzerinde çok ciddi bir raporlama yükü getireceği de kesindir. Türkiye'deki finansal kurumların sadece Amerikalılarla iş yapmadığı düşünülürse söz konusu değişikliklerden Türkiye'deki finansal kurumların da nasibini alacağı büyük ihtimaldir.



Finansal Kriz Çek yatırımcıların fon tercihlerini değiştirdi

Çek Cumhuriyeti'nde portföy yönetimi sektörünün büyüklüğü 37.3 milyar Euro düzeyinde. Sektörün ülke ekonomisindeki yeri, gelişimi, krizde durumu ve Avrupa'da beklenen düzenlemelere ilişkin sorularımızı Czech Capital Market Association (AKAT CR) Direktörü Jana Michalikova cevaplandırdı.

Kurumsal yatırımcıların yapısı ve ülkeniz ekonomisindeki rolünü kısaca anlatır mısınız?

Şu anda sektörün büyüklüğü ne kadardır?

Kurumsal yatırımcılar, mevcut durumda büyüklüğü 933,505 milyar CZK (yaklaşık 37.3 milyar Euro) olan tüm portföy yönetimi sektörünün yüzde 98'ini temsil etmektedir. Çek Cumhuriyeti'nin 2012 yılındaki GSYH büyüklüğü ise 152.88 milyar Euro düzeyindeydi.

Kurumsal müşteriler arasında belediyeler, şirketler, vakıflar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri yer almaktadır. Bunlar yönetimdeki varlıkların yüzde 65'ini oluştururken, yatırım fonları ise yüzde 33'ünü temsil etmektedir.

Yatırım fonu kültürü nasıl gelişti? Fon sektörünüzün tarihçesi hakkında bilgi verir misiniz?

Çek Cumhuriyeti'nde ilk yatırım fonları 90'ların başındaki özelleştirme döneminde kuruldu. Yatırımcıların özelleştirme fonlarından olumsuz bir tecrübe yaşamasının ardından, standart kolektif yatırım fonları ise yeni milenyumun başlangıcı ile birlikte ortaya çıktı. Bu dönemde yatırımcılarda güven tekrar oluşmaya başlamıştı. Ancak, fonlarda asıl gelişme 2004 yılında yeni Kolektif Yatırımlar Kanunu ile oldu.

Çek Cumhuriyeti'nde fonlara yatırım yapma kültürü geçtiğimiz bir kaç yıl içinde oldukça değişime uğradı. Krizden önce, Çek yatırımcılar oldukça muhafazakardı ve çoğunlukla para piyasası fonlarını, anapara korumalı veya garantili fonları tercih ediyorlardı. Finansal krizden sonra ise tercihleri bono fonları, hisse fonları ve gayrimenkul fonlarından yana değişti.

Uygun vergi rejimi ile birlikte gelişen yatırım stratejilerine bağlı olarak, 2006 yılından beri nitelik-

li yatırımcının fonlarının adet ve yönetilen portföy büyüklüğünde de kuvvetli bir artış var. Durmaksızın süren büyüme krizden de etkilenmedi.

Sektörün gelişimi için getirilen düzenlemeler ve özellikle vergilendirme konusunda bilgi verebilir misiniz?

Çek fon piyasası düzenlemeleri 2013 yılında tamamıyla değişti. Alternatif Yatırım Fonları Yöneticisi Direktifi'nin hayata geçmesiyle fonların, yönetim şirketlerinin ve portföy yönetimi sektörünün düzenleyici ortamı yeniden yapılandırıldı.

Yeni Yönetim Şirketleri ve Yatırım Fonları Kanunu, 19 Ağustos 2013 tarihinde yürürlüğe girdi. Kanunun belli başlı unsurları şöyle:

- ▶ Fon idaresi ve fon yönetimi faaliyetleri, bu faaliyetleri yürütmek üzere yetkilendirilen birimlerle birlikte birbirinden ayrılıyor.
- ▶ Prime brokerage kavramı Çek kanununa giriyor.
- ▶ Çeşitli tip fonlar için çeşitli araçlar getiriliyor – örneğin yatırım fonu, limited şirket, anonim şirket, kooperatif, Avrupa Şirketi, trust ve



Jana Michalíková
Executive Director
Czech Capital Market Association (AKAT CR)

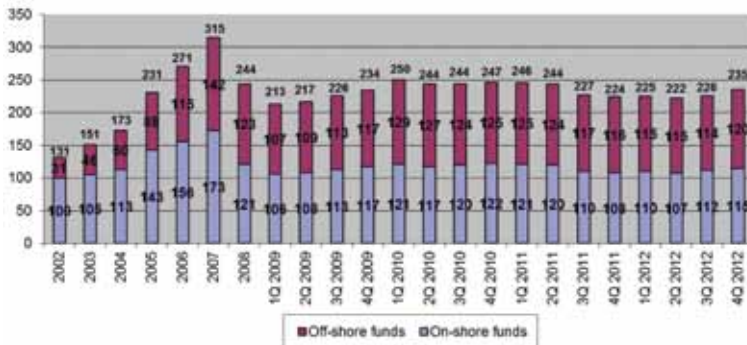
limited ortaklık.

- ▶ Değişken sermayeli yatırım şirketi – SICAV, SICAR araçları ile birlikte Çek kanununa giriyor.
- ▶ Fon listelemesi geliyor.
- ▶ Kurumsal yapıların ve fonların tekrar ikamesine yönelik esnek kurallar getiriliyor.
- ▶ Promoter kavramı geliyor.

Geçen yıl da Girişim Sermayesi Fonu Çek kanununa girmişti. Yeni girişimciler ve gelişmekte olan şirketleri destekleyici bir araç olan Çek Sanayi ve Ticaret Bakanlığının Girişim Sermayesi Fonu, şirketlere girişim sermayesi yatırımları formunda tamamen yeni bir destek enstrümanı sunuyor.

Fon hem yeni kurulan, hem de uzun süredir kurulu olup yenilik potansiyeli görülen şirketlere, varlıklarından bir pay karşılığında, finansal destek sağlanması kararını veriyor. Girişim sermayesi

Çek Cumhuriyeti Fon Sektörü



Kaynak: AKAT CR



“Krizden önce, Çek yatırımcılar oldukça muhafazakardı ve çoğunlukla para piyasası fonlarını, anapara korumalı veya garantili fonları tercih ediyorlardı. Finansal krizden sonra ise tercihleri bono fonları, hisse fonları ve gayrimenkul fonlarından yana değişti.”

fonu, finansal kaynakların yanında, gelişim ve şirket yönetimi için gereken know-how'ı da verecek. Bu tür yatırımlar için fon ise, Avrupa Birliği tarafından özel kurumlarla işbirliği yapılarak sağlanacak.

Çek fonlarında vergilendirme ise mevcut durumda aşağıdaki şekilde yapılıyor:

► Fon düzeyinde %5 vergi – kurumlar vergisi

► Fondan ödenen temettü vergisi - %15 bireyler, %19 kurumlar

► Bireyler tarafından en az altı ay boyunca tutulan menkul kıymetlerden elde edilen sermaye kazançlarına vergi uygulanmıyor.

Çek Parlamentosu bugünlerde, Çek Cumhuriyeti'ndeki yatırımcıları etkileyecek yeni vergi kurallarını görüşüyor. Fon düzeyindeki verginin %0 olması ve temettü vergisinin ise devam etmesi teklifleri var.

Sermaye kazançlarından vergi muafiyetinde ise süre altı aydan üç yıla uzatılabilir.

Çek Maliye Bakanlığı ve Çek Merkez Bankası, Finansal İşlemler Vergisi'ne ilişkin olarak defalarca olumsuz görüş bildirdiler.

AKAT CR yatırım ve emeklilik fonlarını tanıtmak için hangi faaliyetlerde bulunuyor? Kamuyu finansal konularda bilgilendirmek için ne tür etkinlikler yapıyor?

Çek Cumhuriyeti'nde emeklilik reformu 1 Ocak 2013 tarihi itibarıyla yürürlüğe girdi. Söz konusu reform ile artık bireyler süregelen merkezi zorunlu emeklilikten kısmen çıkıp özel emeklilik sistemine geçebilmektedir. Özel emeklilik sistemi, özel yetkilendirilmiş bir emeklilik şirketi tarafından yönetilen dört tip emeklilik fonundan oluşmaktadır. Yatırımcılar arasında, ayrıca geleneksel emeklilik fonlarına dayalı (devlet katkılı ek emeklilik sigortası) gönüllü özel emeklilik de oldukça yaygındır.

AKAT, yatırımcılara piyasa veya yatırımları ile ilgili önemli bilgileri de düzenli olarak sağlamaktadır. AKAT ayrıca, Çek Cumhuriyeti finans piyasasında faaliyet gösteren diğer profesyonel dernek ve kurumlarla birlikte ortak bir websitesi projesi başlattı. Söz konusu proje Çek Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı tarafından da destekleniyor. Katılan her kurum, finansal ürünlerin işleyişine ilişkin kuralların daha iyi anlaşılması için ilgili tüm kişilere gereken bilgiyi sağlamada benzersiz bir fırsatı bu proje çerçevesinde hayata geçiriyor.

Amaçlarımız arasında da yer alan finansal piyasalarda eğitim, kar amacı gütmeyen bir eğitim webi yoluyla finansal bilginin dağıtılmasından oluşmaktadır. Söz konusu web, finansal ürünlerin nasıl işlediğini ve sonuç olarak bir şekilde her zaman para ile bağlantılı olan ihtiyaçlar, hedefler ve durumlara çare bulmada ne tür yaklaşımlar olduğunu açıklamayı amaçlamaktadır.

AKAT, Çek Cumhuriyeti'nde fon standartlarının geliştirilmesinde güçlü bir rol oynamaktadır. Dernek, EFAMA tarafından 2008 yılında kabul edilen Avrupa Fon Sınıflandırması'na dayalı Fon Sınıflandırmasını tanımakta ve uygulamaktadır. Son dönemde AKAT, GIPS (Global Investment Performance Standards) ülke sponsoru olmak için Çek CFA Enstitüsü ile bir işbirliği başlatmıştır.

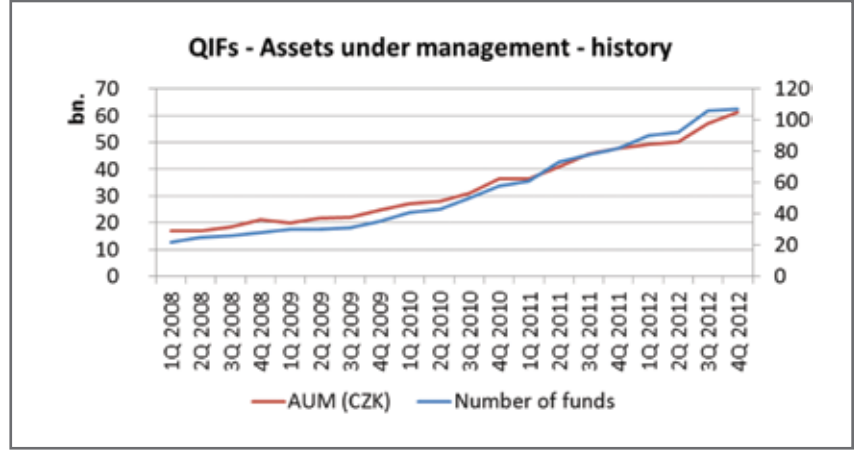
Çek fon sektörü Avrupa'daki krizden ne ölçüde etkilendi?

Çek fon sektörü finansal krizden diğer bazı Avrupa ülkelerinde olduğu kadar fazla etkilenecekti. İstikrarlı gelişim Grafik'te de gözlenmektedir.

Önümüzdeki dönemde Avrupa Finans sektöründe yapılacak düzenlemelerin ana belirleyicileri neler olabilir?

Avrupa Finans piyasasında vergilendirme en başta gelen belirleyicilerin arasında yer alıyor. Sektörü çok ciddi şekilde etkileyebilecek olan Finansal İşlemler Vergisi teklifi var. Ayrıca, Uzun Vadeli Yatırım Fonları'na ilişkin tartışmalar da sektörün gelecekteki gelişimi için büyük önem taşıyor.

Kalifiye Yatırımcı Fonları (QIF) dahi krizde büyüdü:



Kaynak : AKAT CR





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

NYASINDAN FON HABERLER

FON DÜNYASINDAN HABERLER

Portföy yöneticileri en zengin %10'a odaklı, €4 trilyon'luk varlığı kaçırıyor- ALFI

Lüksemburg Fon Sektörü Derneği (The Association of the Luxembourg Fund Industry -ALFI), portföy yöneticilerinin Avrupa'da sadece en zengin yüzde 10'luk gruba odaklandığı için €4 trilyon'luk hane varlığını çekme fırsatını kaçırdığını açıkladı. ALFI'nin "BEYOND 10%: the case for enlarging the pool of retail investors in Europe's investment funds" başlıklı raporu, Avrupa'da profesyonel olarak yönetilmeyen €4 trilyon'luk bir hane varlığının olduğunu ortaya koydu. Bu varlığın değer kaybetmekte olduğu veya uzun vadeli yatırım araçlarında değerlendirilerek değerini büyütme fırsatını elde edemediğine işaret edilen raporda, bunun da hem portföy yöneticisi hem de tasarrufçu için kaçırılmış bir fırsat olduğuna dikkat çekildi.

ALFI Başkanı Marc Saluzzi araştırma sonuçlarına yönelik olarak, "Raporun açıkça gösterdiği gibi mevduatta büyük miktarlı - hatta Güney Amerika'daki hane servetinden daha fazla- bir nakit mevcuttur. Bu nakit, yatırım araçlarından yararlanabilecek durumdadır, ancak fon gruplarının bu yönetilmeyen varlıkları çekebilmek için en zengin yüzde 10'luk zümrenin dışına bakmaları gerekir," açıklamasını yaptı.

MackayWilliams tarafından yürütülen 74 sayfalık araştırmada, Avrupalı yatırımcıların finansal krizden bu yana değişen davranışları da incelendi. Buna göre, yatırım fonları varlıklarındaki hane varlıkları 2006-2011 yılları arasında 1.7 trilyon Euro düzeyinden 1.2 trilyon Euro düzeyine geriledi. ABD'de ise tam tersine, hane yatırım fonları aynı dönemde yüzde 8 arttı. Avrupa'da nakit, hane varlığının yüzde 42'sini oluşturuyor; ABD'de ise bu oran yüzde 18 düzeyinde.

Çalışma, geçtiğimiz 10 yıllık dönemde piyasa çalkantısına yönelik haber başlıkları ve hisse senetlerinde düşük performansa rağmen, Avrupa hane varlıklarının (emeklilik ve sigorta hariç) yüzde 34 getiri elde ettiğini, ABD varlıklarının ise, uzun vadeli yatırımlarının daha ağırlıklı olmasıyla, yüzde 47 getiri sağladığını da ortaya koyuyor. Söz konusu tespitlerin ışığında ALFI raporu, portföy yönetimi ve fon sektörünün gelmekte olan tasarrufçu nesilleri çekecek bir model geliştirmesi gereğinin altını çizdi. Raporda öne çıkarılan bazı anahtar alanlar şöyle:

- ▶ Avrupa hanelerindeki yüksek nakit oranı,
- ▶ Yatırımcının yatırım fonlarına



ilgisini etkileyen vergi, düzenleme ve piyasa güveni gibi çevresel ve dışsal ters rüzgarlar, ve perakende yatırımcıları tekrar fonlara dönmeye teşvik etmek için portföy yöneticilerinin bu tür faktörleri etkileyebilme yolları,

- ▶ Yaşlanan nüfus tarafından tercih edilen gelir ve servet koruyucu ürünler, maliyetler üzerindeki baskı ve şeffaflık talepleri, Avrupa'da komisyonu yasaklama girişimi gibi fon yöneticilerinin karşılaştığı değişen talep ve beklentiler,
- ▶ Yatırımcı bilgisini artırabilecek, ve böylece tüketici güvenini inşa etmeye yardımcı olacak, Avustralya'daki okul-bazlı girişimlerden ABD'deki işyeri uygulamalarına kadar, farklı eğitim girişimleri
- ▶ Sektörün karşılaştığı zorluklar ve fon ve portföy yönetimi camiasının bu zorlukların üstesinden gelmek üzere alabileceği tedbirler

Trilyon Dolar'ı aşan portföy yöneticilerinin sayısı 11'e Çıktı

Geçen yıl varlıkları \$1 trilyon'ı aşan portföy yöneticilerinin sayısı 11'e yükseldi. 2011 sonunda bu grupta dokuz kurum bulunuyordu. Araştırma şirketi Cerulli Associates'in raporuna göre, dört şirket \$2 trilyon'ı aştı. Bunlar 3.8 trilyon dolar ile BlackRock, 2.1 trilyon dolar ile State Street Global Advisors ve her biri ikişer trilyon doları yöneten Vanguard ve Pimco. Cerulli araştırmasında, büyümenin

kısmen olumlu piyasa hareketlerinden kaynaklandığı belirtilirken, bu durumun aynı zamanda sektörde artan konsolidasyonu da yansıttığına işaret edildi. 2008 yılındaki finansal krizin konsolidasyonu teşvik ettiği ifade edilen raporda, bunun da yatırımcıların paralarını büyük, iyi bir marka ismi olan yüksek sermayeli portföy yöneticilerine emanet etme konusunda daha titiz davranmalarından kaynaklandığı kaydedildi.

BLACKROCK

Raporda ayrıca ülke düzeyinde varlık yoğunlaşması da analiz edildi. Buna göre, seçilen 10 ülkenin 6'sında perakende varlıkların yüzde 70'inden fazlası piyasadaki ilk 10 portföy yöneticisinin kontrolü altındaydı. Emeklilik varlıklarında ise 10 ülkeden 7'sinde durum böyleydi.

Dev fon şirketlerinin gözü Şili Emeklilik Fonlarında

Shili'nin nüfusu yalnızca 17 milyon olmasına karşın, gelişmiş emeklilik sistemi sayesinde fon yönetimi piyasasının büyüklüğü 200 milyar dolara yaklaşmış bulunuyor. Bu küçük ülke için ulaşılan gerçekten büyük bir rakam. Karşılaştırmak gerekirse, komşusu Brezilya'nın 193 milyon nüfusuna karşılık fon endüstrisinin büyüklüğü 1.2 trilyon dolar. "Administradoras de Fondos de Pensiones" adlı Şili emeklilik fonları sistemi, 1981 yılında General Augusto Pinochet zamanında başlatıldı. İşçi ve işverenlerin zorunlu olarak katkıda buldukları sistemde biriken fonlar bu yıl 170 milyar dolara ulaştı. Çoğu gelişmekte olan ülkelerin emeklilik fon sisteminden farklı olarak, Şili'de fonların % 80'e kadar yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmalarına izin veriliyor. Mevcut durumda bu oran % 40'a ulaşmasına



karşın, yine de yabancı fon şirketlerinin iştahını kabartıyor. Bu özellik çok önemli, zira Brezilya'da emeklilik fonlarının yabancı varlıklara yatırım yapmaları yasal olarak yasaklanıyor. Bu yoğun rekabet sonucu 50'ye yakın uluslararası fon şirketi Şili'de şirket kurdular. Bunların en büyüğü yedi milyar dolar yöneten ve % 11.2 pazar payına ulaşan iShares. Ardından, yüzde 10.8 Pazar payı ile Vanguard, % 9.1 ile Aberdeen, % 9 ile Franklin Templeton ve % 8.8 ile Fidelity gelmekte. Bu grupların ülkede büyümesinin en önemli nedeni de Şili

Emeklilik Fonlarının, bireysel yönetilen hesaplar yerine yatırım fonları ve Borsa Yatırım Fonlarına yatırımı tercih etmeleri.

Şili emeklilik fonlarının önemli bir özelliği de, gelişmekte olan ülkelere özellikle de Asya ülkelerine yatırım yapmaları ve Avrupa ve ABD'ye yalnızca Endeks Fonlar aracılığıyla az miktarda ulaşmaları. Şili'deki en büyük gelişmekte olan ülkeler fonu beş milyar dolarlık büyüklüğüyle Templeton Asian Growth Fund. Şili'nin bu çok çekici ve karlı fon pazarına, sadece dev fonların ve fon yöneticilerinin girmesine izin veriliyor. Yasal düzenlemelere göre, AFP'lere hizmet vermek isteyen fon yönetimi şirketlerinin en az 10 milyar dolar yönetmeleri ve fonların büyüklüğünün de 100 milyon dolar olması gerekiyor.

En büyük 300 Emeklilik Fonu geçen yıl yüzde 10 büyüdü

Dünyanın en büyük 300 emeklilik fonunun varlıkları geçen yıl yaklaşık yüzde 10 büyüyerek 14 trilyon dolar ile rekor düzeye yükseldi. Bu fonlar, küresel emeklilik varlıklarının yüzde 47'sinden fazlasını temsil ediyor. Danışmanlık şirketi Towers Watson'ın araştırmasına göre, geçen yıl yaşanan büyüme oranı son yılların en yükseklerinden biri olmakla birlikte 2007'deki yüzde 14 düzeyini aşamadı. Geçtiğimiz beş yılda ise ortalama yıllık büyüme

yüzde 3'ün biraz üzerinde gerçekleşti. Asya Pasifik bölgesi yüzde 7 ile beş yıllık en yüksek bileşik büyüme oranını yakalarken, Avrupa yüzde 6 büyüdü, Kuzey Amerika ise yüzde 1 oranında küçüldü. Latin Amerika ve Afrika bölgeleri birlikte yüzde 11 düzeyinde büyüme elde etmelerine rağmen, Towers Watson büyümenin aşağıdaki bir düzeyden gerçekleştiğini ifade ediyor. Araştırmaya göre, emeklilik varlıklarında geçen yıl yaşanan artış yatırım piyasasındaki toparlanma



ve yeni para taahhütlerinden kaynaklandı.

Dünyanın en büyük emeklilik fonu, 1.3 trilyon dolara ulaşan varlık büyüklüğü ise Japon Devlet Emeklilik Yatırım Fonu. Onu Norveç'in 0.7 trilyon dolar büyüklüğündeki Devlet Emeklilik Fonu ve Hollanda'nın 0.4 trilyon dolarlık ABP'si izliyor.

AB'nin Para Piyasası Fonları'na yönelik düzenlemesi eleştiriliyor

Avrupa Birliği'nin para piyasası fonlarına yüzde 3 sermaye şartı getirmesi teklifi sektörden eleştirilerin gelmesine neden oluyor. Küresel fon sektörü ve yatırımcılarını temsil etme amacıyla 2011 yılında kurulan ICI Global, söz konusu teklifin 'ekonomik olarak yapılamaz' olduğunu belirterek, 'operasyonel olarak karışık ve uygulanamaz' olarak değerlendirdi.

Para piyasası fonlarının net aktif değeri üzerine getirilmek istenen yüzde 3 sermaye şartı, para piyasası fonlarını güçlendirmek ve yatırımcıların haklarını korumak amacıyla tasarlanan düzenleme taslağında yer alıyor. Ancak ICI Global, bu şartın fon kurucularını para piyasası fonları

piyasasının dışına itmek gibi istenmeyen bir etkiye neden olabileceği konusunda uyarıda bulundu. AB ise yüzde 3'lük şartın, para piyasasının fonlarının yatırım varlıklarının değerinde azalış olduğu zamanlarda fondan sabit çıkışları desteklemek üzere aktive edilebilecek bir 'sermaye koruması' olarak kullanılabilmesini belirtiyor. Para piyasası fonları, neredeyse riski olmayan varlıklara yatırım yapmaya eğilimli olsa da, politika yapımcıları olası tehlikeler konusunda tekrar tekrar uyarıda bulunuyorlar. Büyüklükleri nedeniyle de bu fonların sistem için önemli olduklarına işaret ediliyor. Böyle bir fonun batması durumunda, bankalar ve şirketler için bir

refinansman kaynağı da ortadan kalkmış olacak.

AB'nin Eylül ayında yayınladığı "New rules for Money Market Funds proposed" başlıklı açıklamada, 2007 ve 2008 yılında olduğu gibi, stresli piyasa koşullarının yaşandığı dönemlerde, hemen çıkış (likidite) ve değer korunması (istikrar) sözünün her zaman tutulmadığına işaret edildi. Bu fonlar para piyasasına tümüyle ve para piyasası fonları sponsorları yoluyla da bankacılık sektörüyle derinden bağlantılı bulunuyor. AB açıklamasında, bu tür problemlerin birçok yatırımcının ülkeler arası olması nedeniyle AB genelinde olumsuz etkileri olabileceğine dikkat çekildi.

Avrupa portföy yönetimi sektöründe rekabet artıyor - Fitch

Temmuz ayı itibarıyla son üç yıl içinde Avrupalı portföy yöneticilerinin yarısı hiç net fon girişi sağlayamadı. Aslan payı ise bir elin parmakları kadar kuruma gitti. Bu çarpıcı tespit Uluslararası Derecelendirme Şirketi Fitch'in bir araştırmasında ortaya konuldu. Efama'nın açıkladığı son verilere göre, Avrupa'da yönetimdeki varlıklar Haziran ayı itibarıyla son 12 ayda yaklaşık yüzde 12 büyüyerek 16 trilyon Euro düzeyine ulaştı. Fitch, belli varlık sınıflarının tercih edilmesinin neden aslan payının bir elin parmakları kadar sayıda kuruma gittiğini açıklayabileceğini belirtti. Temmuz ayı itibarıyla son

üç yılda, en büyük 10 kurumun aldığı tüm net girişlerin yarısı tahvile, yüzde 75'i ise hisse senetlerine konuldu. Piyasaya dönen yatırımcıların ne istedikleri konusunda belirli bir tavır sergiledikleri de gözleniyor. Fitch'e göre, 2012'de net girişlerin yüzde 78'i kredi iken, bu yıl şu ana kadar net girişlerin yüzde 86'sı küresel bonolar, küresel hisse senetleri ve çoklu varlık fonlarına gitti. Bu arada, 2009 yılından beri yerel fonlara girişler stabil veya azalmış durumda, tüm net kazançlar ülkeler arası fonlar tarafından elde ediliyor. Avrupalı portföy yöneticilerinin gelecek aylarda piyasadandan pay alabilmek için mücadele etmek zorunda

kalacağı belirtilen Fitch raporunda, "Avrupa piyasası dünyanın başka bir bölgesinde olmadığı kadar yabancı oyunculara açık olma karakteristiğine sahip. Ucits yapısının etkinliği ve basitliğinin cezbettiği piyasaya, ABD olsun veya son zamanlarda Asya veya Latin Amerikalı olsun, yeni girişler yaşanıyor," denildi.



En büyük döviz hedge fonlarından FX Concepts kapanıyor

Bir zamanlar dünyanın en büyük döviz hedge fonu olan FX Concepts, para çıkışları ve kötü performans sonucu kapanıyor. Konuya ilişkin yazılı açıklamasında FX Concepts Başkan Yardımcısı Jonathan Clark, şirketin varlıklarının "iş devam ettiremeyecek düzeylere indiğini" kaydetti. FX Concepts baş stratejisti Bob Savage, şirketin yönetimindeki varlıkların 2007 yılındaki 14 milyar dolardan mevcut durumda 621 milyon dolara düştüğünü söyledi. İşlemlerinin yüzde 90'ını bilgisayar modelleri ile gerçekleştiren FX Concepts, açık pozisyonlarını ve tüm fonlarını kapayacak. Ancak bülten ve portföy yöneticileri için hisse senedi

ve tahvil portföylerinin döviz riskini yöneten bölümü sürdürecektir. SEC verilerine göre 26 Eylül itibarıyla hedge fonları, \$9.02 milyar portföyü olan FX Concepts Protection Fund, \$28.9 milyarlık portföyü olan Global Currency Program, \$68.7 milyar portföyü ile Multi-Strategy Fund ve \$11.5 milyar portföyü olan Global Financial Markets Fund oluşturuyor. FX Concepts'in zirvede olduğu dönemlerde küresel olarak 55-60 çalışanı vardı ancak son durumda kalan 20 çalışandan 9'unun daha işine son verileceği açıklandı. Diğer taraftan hedge fonlara para girişlerini izleyen data sağlayıcı EurekaHedge'e göre, bu yıl hedge fonlara yeni net para girişleri kriz ön-



cesi günlerini hatırlatıyor. Bu yıl Eylül sonu itibarıyla hedge fonlara girişler 95 milyar dolara çıkarak, beş yılın en yüksek düzeyine ulaştı. Hedge fon sektöründe toplam varlıklar 1.9 trilyon dolar düzeyinde bulunuyor. Bu da en yüksek düzeyin sadece %2 altında bir rakam. Ekim ayında EurekaHedge Hedge Fund Index yüzde 1.18 prim yaptı. Ancak bu artış MSCI World Index'in aynı dönemdeki yüzde 3.87'lik yükselişine göre düşük kalıyor.



“İstanbul: Bölgesel Merkez, Küresel Aktör” Forumlarının ilki Washington’da Gerçekleştirildi

Istanbul’un bölgesel ve uluslararası bir finans merkezi olması vizyonu çerçevesinde Borsa İstanbul’un ev sahipliği ve İstanbul Finans Merkezi Girişimi işbirliğiyle, “İstanbul: Bölgesel Merkez, Küresel Aktör” forumlarının ilki 11 Ekim’de Washington’da gerçekleştirildi. Forumun açılış konuşmasını yapan **Başbakan Yardımcısı Ali Babacan**, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke-

rin bugünkü durumlarına değinerek, hala gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre çok daha büyük büyüme oranlarına sahip olduğunu ifade etti. Şirketler için gelişmekte olan ülkelerin gerçek fırsatlar sunduğunun altını çizen Babacan, “İstanbul Finans Merkezi’nin 10 yıl içinde, dünyanın en büyük 10 finans merkezinden biri olmasını hedefliyoruz,” dedi. Forum kapsamında düzenlenen ve

Türkiye’nin avantajlarının değerlendirildiği ilk panelde konuşan **Akbank Yönetim Kurulu Başkanı Suzan Sabancı Dinçer**, Avrupa’ya olan bağımlılığın azaldığını, Ortadoğu ve Afrika’daki pazarların arttırıldığını belirtirken, Türkiye’de son 10 yılda büyümenin küresel standartlarda oldukça iyi olduğunu ve bu büyümede mali disiplin ve bankaların öncelikli pay sahibi olduklarını dile getirdi. Bankacılık sisteminin korunması-



nın İstanbul finans merkezi olması açısından çok önemli olduğunu kaydeden Dinçer, “SPK, Borsa İstanbul ve bakanlar finans merkezi için çeşitli çalışmalar yapıyorlar. Mali ürünlerin çeşitlendirilmesi için birçok yasa yapıldı. İFM projesi gerçekçi bir yol haritasına sahip. Süreci başlattık, zamana ihtiyaç var,” dedi.

“Uluslararası Finans Merkezi Olarak İstanbul” başlıklı oturumda konuşan **Borsa İstanbul Başkanı İbrahim Turhan**, güçlü iç ekonomi zemininin sadece para akışlarına bağımlı olması durumunda zorluk yaşanacağını ve İstanbul’un bu bağlamda avantajlı olduğunu belirtti.

Finans merkezi olmak için kapasite, sermaye, bağlantı, rekabetçilik ve sermayeden oluşan formülü açıklayan Turhan, “Kapasite ve bağlantı var ama rekabetçilik konusunda

açıklarımız var,” dedi. Türkiye gibi ülkelerde asıl sorunun tasarrufların artırılması olduğunu ve bunun için Türkiye’de gerekli araçların bulunduğunu ifade eden Turhan, “Faizsiz finans çok iyi yönetiliyor. Tasarrufları daha da artırmak için daha fazla araç üretilmesi gerek. Piyasa altyapısını oluşturdukça ürün çeşitliliği de artacak,” diye konuştu.

Hazine Müsteşarı İbrahim Çanakçı ise, İstanbul’da birkaç hafta içerisinde açılacak İslami Finans Ar-Ge merkezinin küresel bir merkez olacağını söyledi. Bu merkezde araştırma-geliştirme ve teknik destek hizmeti verileceğini dile getiren Çanakçı, bu yeni oluşumun İslami finansmanın küresel gelişimine katkı sağlayacağını kaydetti. Hali hazırda hükümetin de öncelikli gündeminde faizsiz finansmanın güçlendirilmesi ve İslami finans

enstrümanlarının çeşitlendirilmesi konularının olduğuna dikkat çeken Çanakçı, İstanbul Finans Merkezi’nin bu konuda mükemmel bir örnek oluşturacağını ifade etti.

Nasdaq OMX Başkan Yardımcı Meyer Frucher ise, sözlerine Borsa İstanbul ile yapılacak ortaklığın öneminden bahsederek başladı ve Borsa İstanbul’da sadece teknoloji sunucusu olmayacaklarını belirtti. Ticaret zemini yaratmak için küresel bağlantısı olan altyapılar hazırlanması gerektiğini dile getiren Frucher, “Sermaye çekmek için de kar sağlanmalı. İstanbul’da düzenleme altyapısı çok güçlü, ticaret için gelen firmalar sermayeyi berberinde getiriyor,” dedi. Frucher, Borsa İstanbul’un kaydettiği hızlı ilerlemeye dikkat çekerek, “Borsa İstanbul bulunduğu yere bir yılda gelirken diğerleri 10 yılda geldi,” dedi.

Ülkemiz Kurumsal Yönetim Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Sermaye Piyasalarındaki Önemi

Kurumsal yatırımcıların bir ülkenin sermaye piyasalarına rağbet etmesi ise firmaların kurumsal yönetim kaliteleri ile bire bir bağlantılıdır.

Ülkelerin sermaye piyasaları içsel düzenlemele-ri vasıtasıyla firmalar üzerinde ciddi anlamda etki edebilmektedirler. Sermaye piyasaları bu kapsamda firmaların kurumsal yönetim uygulamaları kalitesini yükselterek, firmaların yönetim yapılarını ve dolayısıyla bütünsel yönetim anlayışlarını disipline etmektedir. Literatürde her ne kadar özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının firma kurumsal yönetimleri üzerinde gerek sadece birkaç büyük firmanın hakimiyeti, gerek düşük işlem hacimleri ve likidite, gerekse de kurumsal yatırımcıların sayısının azlığından ötürü çok da etkili olmadığı yönünde çalışmalar bulunsa da, sermaye piyasaları firmaların kurumsal yönetim yapılarında değişiklikler yapmak suretiyle firmalara kendilerini bir üst lige taşıyacak rehberler sunmaktadır. Sermaye piyasalarında yapılan düzenlemeler yoluyla kurumsal yönetim kalitesinin artması, firmaların performanslarını dolayısıyla değerlerini yükseltmektedir. Love (2010) makalesinde, kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin artması

durumunda firmaların aşağıdaki kazanımları sağlayacaklarını ortaya koymuştur:

- a) Yöneticiler firma değerini ençoklayan projelere daha fazla yatırım yapma eğiliminde olacaklar ve işlemlerinde daha etkin davranacaklardır.
 - b) Verimsiz aktivitelere daha az kaynak ayrılacaktır.
 - c) Firma sahiplerinin hakları daha fazla korunacak ve firmanın yöneticilerinin şirket varlıklarını kendi lehlerinde kullanmaları imkanlarını sınırlandıracaktır.
 - d) Yatırımcılar kurumsal yönetim uygulamalarıyla daha iyi korunacak, bu sayede yatırımları için kabul edecekleri getiri oranları düşecek ve dolayısıyla firmaların sermaye maliyetleri azalacaktır.
 - e) Firmaların dışsal finansman kaynakları çeşitlenecek ve büyüme imkanları artacaktır.
- Sayılan tüm bu hususlar firmaların değerlerini artıracak şekilde etki edeceklerdir. Diğer taraftan, sermaye piyasalarının firmaların kurumsal yönetimleri üzerine yaptığı etkinin yönünün tersinin de geçerli olduğu ifade edilmektedir. Diğer bir deyişle, firma düzeyindeki kurumsal yönetim kalitesi ve aynı zamanda ülkenin kurumsal yönetim

yapısı da, sermaye piyasalarının gelişim düzeyini etkilemektedir. Bu noktadan hareketle, firmaların kurumsal yönetim uygulamaları kalitesinin artması o ülkenin sermaye piyasalarındaki yatırımcı güvenini artıracaktır. Yatırımcı güveninin artışı ise yatırımcıların gelecekte bekledikleri nakit akımlara ilişkin bir iyimserlik oluşturacak ve yatırımcılar o ülkenin sermaye piyasalarında daha fazla yatırım yapacaklardır. Firmaların kurumsal yönetim kalitelerindeki artış özellikle kurumsal yatırımcılar açısından önem arz eder. Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarının büyümesindeki en önemli faktörlerden birisi olduğundan hareketle, bu tür nitelikli yatırımcıların ülkemiz sermaye piyasalarına gittikçe daha fazla çekilmesinin önemi açıktır. Kurumsal yatırımcıların bir ülkenin sermaye piyasalarına rağbet etmesi ise firmaların kurumsal yönetim kaliteleri ile bire bir bağlantılıdır. Kurumsal yatırımcılar bu kapsamda firmaların kurumsal yönetim uygulamalarına bakıp, bir şirkete yatırım yapıp yapmama konusunda karar vereceklerdir. Dolayısıyla kaliteli kurumsal yönetim uygulamalarına sahip firma sayısı arttıkça, kurumsal yatırımcıların sayısı ve o ülkeye



Serkan Karabacak
Genel Müdür Yardımcısı
Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve
Eğitim Kuruluşu A.Ş.

yaptıkları yatırımların hacimlerinin artacağı beklenebilir. Bunun neticesinde ise ülke sermaye piyasaları daha da derinleşecek, likidite kazanacak ve büyüyecektir. Buna karşılık, firma bazlı kurumsal yönetim kalitesinin artış göstermesinin sermaye piyasalarına etki derecesi ülke bazlı kurumsal yönetim uygulamalarına da bağlıdır. Ülkede geçerli hukuk düzeni, aile şirketlerinin sayısı ve yönetim standartları gibi makro plandaki kurumsal yönetim uygulamaları firma bazlı kurumsal yönetim kalitesi ile birlikte düşünülmüdüğünde, firma bazındaki iyi kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye piyasalarına olan olumlu etkisi oldukça azalmaktadır. Hatta düzenleyiciler tarafından yapılan, firmaların kurumsal yönetim kalitelerini artırıcı düzenlemelerin etkisini de olumsuz yönde değiştirmektedir.

Ülkemiz kurumsal yönetim yapısı ise ana hatlarıyla aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır:

- 1) Ülkemiz Kara Avrupası Hukuk Sistemi'ne tabidir. (Civil Law Country)
- 2) Türk şirketleri aile/ailelerin

hakim olduğu şirketlerdir (Family business)

3) Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından çıkarılan Kurumsal Yönetim Tebliği'nin 5'nci maddesi hükmü gereğince borsa şirketleri, sadece Tebliğ'in zorunlu tuttuğu hükümlere uymakla yükümlüdürler. Buna karşılık, Tebliğ'in diğer hükümlerine uyulmaması halinde bu durum gerekçesiyle birlikte şirketlerce yayımlanan kurumsal uyum raporunda açıklanmaktadır.

4) Şirketlerimizin ortaklık yapısı konsantredir, küçük ortaklara dağılmış bir durumda değildir (Dispersed ownership). Hakim aileler şirketin %50'sinden daha fazlasına sahiptir. Bunun doğal bir sonucu olarak da hakim aileler şirketlerin yönetim kurullarını domine etmektedirler.

5) Genel olarak yabancı kurumsal yatırımcılar ana hakim ortaklar arasında yer almazlar.

6) Azınlık haklarının korunma düzeyi sınırlı tutulmuştur, buna karşılık daha iyi bir düzeye getirilmesine çalışılmaktadır.

7) Şirket yönetim kurulu başkanları ve üyeleri aile bireyleri arasından seçilmektedir (Insider dominated boards).

8) Şirket yönetim kurulu üyelerinin ücretlerinde Murahhas azalar yönünde bir eşitsizlik vardır.

9) Şirketlerimizde piramit ve kompleks yapı ortaklık hakimdir. Yukarıda kısaca özetlenmiş olan Türk kurumsal yönetim yapısı Türk Ticaret Kanunu ile SPK tarafından çıkarılan tebliğler kapsamında düzenlenmekte ve şekillendirilmektedir. SPK tarafından çıkarılan ve 30.12.2011 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanmış olan Seri: IV No: 56 Tebliğ (1) kapsamında diğer ülkelere paralel olarak ülkemiz kurumsal yönetim uygulamaları sadece halka açık şirketlere yöneliktir. Türk kurumsal yönetim kalitesinin

kısa dönemde mevcut yapısal çizgisinden ötürü, keskin bir şekilde değiştirilmesi zordur ve mevcut durumda şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının ülkemiz sermaye piyasalarına pozitif yönlü etkisi sınırlı kalmaktadır. Özellikle, Kara Avrupası Hukuk Sistemini benimsemiş olan ülkelerin kurumsal yönetim kalitesinin, Anglosakson Hukuk Sistemini benimsemiş olan ülkelerin kurumsal yönetim kalitesinden daha düşük nitelikte olduğu kurumsal yönetim literatüründe geniş kabul görmektedir. Buna ek olarak, hukuki düzenlemelerimiz uluslararası kabul görmüş iyi kurumsal yönetim uygulamaları baz alınarak yapılmaktadır ve söz konusu kurumsal yönetim uygulamaları Anglosakson temellidir. Ülkemizde kurumsal yönetim sorunu Anglosakson Hukuk Sistemi'nde görülen aksine hakim ortaklar ve küçük yatırımcılar arasında olduğundan, genel anlamdaki yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarına göre hazırlanmış, Anglosakson Hukuk Düzeni'ni yansıtan kurumsal yönetim uygulamaları düzenlemelerinin ülkemiz mevcut kurumsal yapısını ileri götürmesi bu aşamada zor görünmektedir. Bunun sonucunda ise kurumsal yönetim düzenlemeleri kurumsal yönetim uygulamalarına olması gerekenden farklı açıdan bakılmaktadır ve sermaye piyasalarına etkisini zayıflatmaktadır. Yukarıda özetlenen ve ülkemize özgü kurumsal yönetim yapısının sermaye piyasalarının gelişmesi ve derinleşmesine mevcut durumda büyük bir katkı sağlanması beklenmemelidir ve düzeltilmesi zama-na bağlıdır. Diğer taraftan bunu değiştirmeye yönelik alınacak yapısal önlemlerin ülkemiz sermaye piyasalarını birkaç seviye yukarıya taşıyacağı muhakkaktır.

¹ Makale yazım tarihi itibarıyla yeni Kurumsal Yönetim Tebliği Taslağı yürürlüğe girmemiştir.

Hurst katsayısının alım-satım stratejisinde kullanımı

Finansal piyasaların tahmin edilebilirliği üzerine iki baskın teori bulunmaktadır. Rassal Yürüyüş Hipotezi, getirilerin tamamen rassal dağıldığını belirtmektedir. Getiriler birbirinden bağımsız ve özdeş dağıldığından, getirilerden bir örüntü elde etmek mümkün değildir. Dolayısıyla Rassal Yürüyüş Hipotezine göre, geçmiş dönem getirileri kullanılarak gelecek döneme ilişkin tahminlerde bulunulamaz. Eugene Fama tarafından geliştirilen Etkin Pazar Hipotezi ise, bu noktadan hareketle tüm piyasa oyuncularının tam bilgiye sahip ve rasyonel olduğunu, bu nedenle varlık fiyatlarının bu bilgiler ışığında anında yeniden belirlendiğini ve endeks üstü getirinin sadece ve sadece şans veya yetenek ile açıklanabileceğini belirtir. Rassal Yürüyüş Hipotezinin karşısında ise, daha çok empirik çalışmalar ışığında Kaos Teorisi olarak adlandırabileceğimiz teknik anomaliler bütünü bulunmaktadır. Kaos teorisi piyasa oyuncularının zaman zaman rasyonel hareketlerden uzaklaşabileceğini, tam bilgiye sahip olmadıklarını ve bu nedenle de geçmiş dönem getirilerinden örüntüler elde edilerek geleceğe yönelik tahminlerde bulunulabileceğini belirtmektedir. Kaos teorisinin en önemli araçlarından

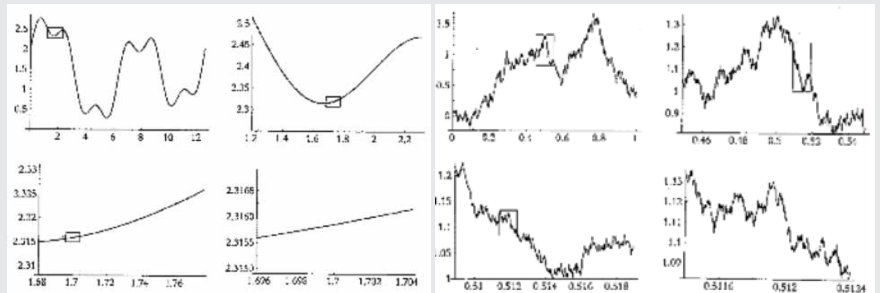
bir tanesi matematiksel bir argüman olan fraktaller, yani ölçeklendirme ve kendine benzerliktir.

Fraktal kelimesinin Latince karşılığı olan "fractus", kırılmış anlamı taşımaktadır. Öklit geometrisinin tersine kendine benzeme özelliği gösteren geometrik şekilleri belirtmektedir. Fraktal kavramı 1975'te Mandelbrot tarafından ortaya atılmış olsa da, kökeni aslında 1900 yılına Bachelier'in ünlü doktora tezi "Spekülasyon teorisi"ne dayanmaktadır. Fraktal doğada yer alan nesnelere matematiksel bir modellemesi olduğundan biyoloji, kimya ve fizik alanında uygulamaları yaygındır. Robert Brown'ın suya batırılmış bir partikülün hareketini gözlemlerken tanımladığı Brown hareketi, Bachelier'in doktora tezinin de temelini oluşturur. Öklit geometrisi ile farkını açıklayabilmek için aşağıda verilen grafiklere bir göz atalım.

Sol tarafta verilen grafik, Öklit geo-

metrisi ile tanımlanabilen bir eğrinin 1.7 civarında tekrar tekrar yakından incelenmesi ile elde edilmiştir. Doğası eğri olan bu geometrik şekle bir nokta civarında yaklaşıldığında aslında bir doğru olduğu görülebilir (1. dereceden türevi). Sağdaki grafik ise Brown hareketini temsil etmektedir. Aynı nokta civarında daha yakından incelendiğinde ana şekle benzerlik dikkat çekicidir. Ne kadar yakından incelersek inceleyelim ana yapının küçük bir benzeri ile karşılaştığımız bu grafik, fraktal tanımına uymaktadır. Kendine benzer bu cisimde her parça yine cismin bütününe benzemektedir.

Fraktallerin finans uygulamalarından biri olan Hurst katsayısı, bir zaman serisinin rassal olup olmadığını parametrik olmayan testine olanak vermektedir. Hesaplamaya ilişkin detaylar konumuzun dışında olup Merkez Bankası tarafından yayınlanan hakemli dergi olan Central Bank Review 2006 yılı 2'inci cildinde¹ tarafımdan kale-



Grafik 1: Brown hareketinin aynı nokta civarında yakından incelenmesi



Doç. Dr. Mehmet Horasanlı
Müdür Yardımcısı
Alternatif Yatırım Ürünleri
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

me alınan makaleden incelenebilir. Finansta sıklıkla kullanılan zamanın karekökü kuralı bir zaman serisinin tamamen rassal olması varsayımı ile ilintilidir ve 0.5 Hurst katsayısına karşılık gelmektedir (Karekök $t = t^{0.5}$). Hesaplama aynı serinin farklı alt kümeleri için tekrarlandığında 0.5'in altında veya üstünde değerler aldığı görülebilecektir. Teorik olarak 0 ile 1 arasında değerler alabilen Hurst katsayısı serideki trendin kuvvet derecesi hakkında fikir sahibi olmamıza olanak tanır.

- ▶ **0.5 < H < 1**; Momentum kuvvetli, pozitif/negatif getirilerin pozitif/negatif getirilerle takip edilme olasılığı yüksek
- ▶ **H = 0.5**; Tamamen rassal, bir sonraki dönemde oluşacak getiri hakkında fikir beyan etmek güç
- ▶ **0 < H < 0.5**; Belirli bir trend oluşumu yok, pozitif/negatif getirilerin negatif/ pozitif getirilerle takip edilme olasılığı yüksek

Burada dikkat edilmesi gereken nokta, Hurst katsayısının bir önceki

dönemin bir sonrakini etkileme derecesini verirken yön hakkında bir bildirimde bulunmamasıdır. Dolayısıyla yukarı yönlü harekette artan bir H değeri, trendin kuvvetlendiği anlamını taşırken, katsayıda düşüş ivmenin azalması olarak yorumlanabilir. Hurst katsayısını sözel olarak yorumlamanın yanında korelasyon katsayısına dönüştürmek de mümkündür.

$$C = 2^{2(H-1)} - 1$$

Örnek olarak piyasanın hızlı bir şekilde yukarı momentum sergilediği durumda H = 0.75 için korelasyon katsayısı %41.42 olarak elde edilir.

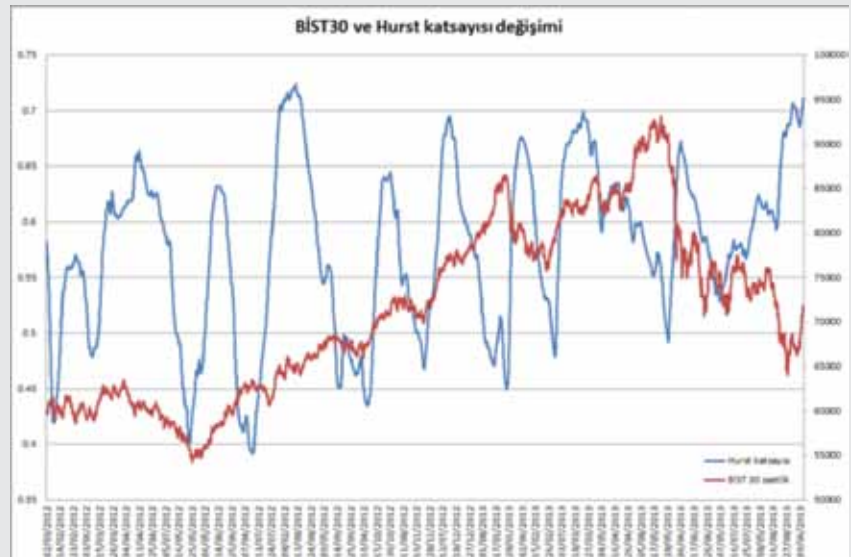
Tam tersine peş peşe pozitif ve negatif getirili dönemlerin gözlemlendiği aralıklarda Hurst katsayısı 0.40 değerine gerilerse, korelasyon katsayısı %12.95 olarak hesaplanacaktır.

Bu çalışmada 02/01/2012-11/09/2013 tarih aralığında BİST 30 Endeksi saatlik verileri kullanılarak 200 dönemlik kayan pencere ile Hurst katsayısı hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlar Grafik 2'de gösterilmektedir. Grafikten de görüldüğü üzere yukarı veya aşağı yönlü momentum artışı halinde

Hurst katsayısı yükselirken, hareketin ivme kaybı halinde katsayıda düşüş gözlenmektedir. Bununla birlikte katsayıda düşüşü genellikle belirli yönde oluşan trend takip etmektedir.

Bu noktadan hareketle Hurst katsayısı kullanılarak, endekste yukarı veya aşağı yönde momentumun arttığı dönemlerde momentuma oynayan stratejiler uygulanabilir. Hurst katsayısı belirli bir eşik değeri aştığında piyasadaki trende uygun olarak pozisyon açma, değer belirli bir sınırın üzerine çıktığında da açık pozisyonu kapatma şeklinde kullanılabilir.

Hurst katsayısının sıfıra yaklaşması da piyasada yönsüzlüğün işareti olarak algılanabilir. Piyasa belirli bir bant içerisinde hareket ettiğinde Hurst katsayısı 0.50'nin altına inecektir. Dolayısıyla belirli bir minimum seviye belirlenerek bu seviyenin altına inildiğinde, piyasa koşullarına göre yukarı veya aşağı yönlü pozisyon açma mümkündür. Matematiksel anlamda mavi grafik kırımızı grafiğin ikinci türevi gibi düşünülerek alım-satım stratejileri geliştirmek mümkündür.



Grafik 2: BİST30 Endeksi ve Hurst katsayısı

Sektör yöneticileri ve çalışanlarının güncel konularda önerilerini paylaştıkları **SERBEST KÜRSÜ** köşesinde yayınlanan yazılar tamamen yazarın kendi görüşleridir ve TKYD görüşü olarak algılanmamalıdır. Yazı içeriğindeki bilgi, belge ve verilerin doğruluğundan yazarı sorumludur. Bilgilerin hata ve eksikliğinden doğabilecek zararlardan TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi sorumlu değildir.



Financial Planning Standards Board (FPSB) Sertifikasyonu

FPSB sertifikasyonuna sahip finansal planlayıcılar, müşterilerine entegre finansal çözümler sunarak finansal kararlarını daha başarılı olarak kontrol etmelerine yardım etmektedir.

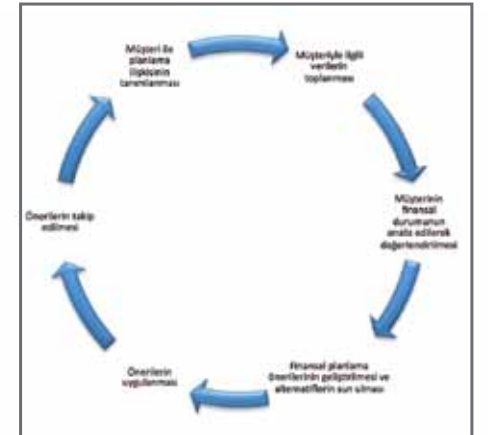
FPSB profesyonel finansal planlama standartlarını kurmak ve tüm dünyada tanıtmak amacıyla finansal planlama ile ilgili çalışanlar ve çalışmakta olanlara sertifikasyon sağlayan, eğitim programları tasarlayan ve söz konusu işleri yöneten kar amacı gütmeyen bir kuruluştur. FPSB yaptığı sertifika sınavları sonucunda finansal planlama (Certified Financial Planner, CPF) lisansı vermektedir. FPSB üye organizasyonları aracılığıyla finansal planlama alanıyla ilgili uluslararası profesyonel standartlar oluşturmayı amaçlamaktadır. FPSB kar amacı gütmeyen kuruluşlarla bir ülkedeki CFP sertifikasyon programlarının kurulması ve yürütülmesine ilişkin lisanslama ve üyeliğe kabul anlaşmaları yapmaktadır. FPSB'nin üyeliğe kabul şartlarını karşılayan bir kuruluş CPF sertifikasyon sınavlarını yürütmeye yetkili kılınmakta ve söz konusu sınavları FPSB adına gerçekleştir-

mektedir. Söz konusu şartları sürdüremeyen kuruluşlar ise üyelikten çıkarılmaktadır. 31.12.2012 tarihi itibarıyla tüm dünyada 147.822 lisanslı finansal planlamacı çalışmaktadır. Finansal planlama, kısaca kişilerin bireysel hedeflerine ulaşabilmeleri için finansal durumlarının yönetilmesine ilişkin strateji geliştirme süreci olarak tanımlanmaktadır. FPSB, her bireyin finansal planlama aracılığıyla mevcut finansal durumunu gözden geçirmesi ve gelecek için bir finansal plan hazırlamak suretiyle finansal açıdan faydasını çoğaltması gereğinden hareket etmektedir. Bu kapsamda bir finansal planlayıcı müşterilerinin hayatlarının her bölümünde finansal durumlarıyla ilgili olarak bilinçli kararlar almaları amacıyla müşterilerinin tüm opsiyonlarını değerlendirmeye tabi tutmaktadır. Dolayısıyla, söz konusu sertifikasyona sahip finansal planlayıcı, müşterilerine entegre finansal çözümler sunarak finansal kararlarını daha başarılı olarak kontrol etmelerine yardım etmekte-

dir. FPSB'ye göre sertifikalı finansal planlayıcıların aşağıdaki hedefleri gözetmeleri gerekmektedir:

- 1) Müşterilerinin finansal çıkarlarını çoğaltmak,
- 2) Müşterilerine danışmanlık vermek ve geniş bir finansal ölçekte öneriler sunmak,
- 3) Komplike ve belirsiz durumlarda profesyonel finansal kararlar almak.

FPSB tarafından yapılan tanımlamaya göre finansal planlama süreci aşağıdaki şekilde verilmektedir.





Serkan Karabacak
Genel Müdür Yardımcısı
Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve
Eğitim Kuruluşu A.Ş.

FPSB finansal planlama lisansını verebilmek için adaylarda bazı şartlar aramaktadır. Söz konusu şartlar piyasanın ihtiyaçlarından hareket edilerek belirlenmekte olup, lisans sahipleri lisanslarına ilişkin haklarını sürdürebilmek için de sürekli olarak yenileme eğitimlerine tabi tutulmaktadır.

FPBS standartlarının hemen tüm üye ülkelerde birbirleriyle tutarlı olmaları beklenmekle birlikte, CFP lisanslamasını yapmakta olan her bir organizasyon kendi yerel kanun, düzenleme ve ürünlerine paralel standartlar belirleyebilmektedir. Tüm bu standartların belirlenmesinde mevcut ve potansiyel müşterilerin çıkarlarının en çoklanması ile kamusal yarar uyumluluğu temel alınmaktadır.

Finansal planlama lisanslama süreci eğitim, sınav, deneyim ve etik alt başlıklarından meydana gelmektedir. Finansal planlama lisansına sahip olabilmek için;

a) Eğitim: Adaylar FPSB tarafından konulmuş olan standartları kapsayacak şekilde hazırlanmış bir eğitim sürecinden geçmektedirler. Eğitim konuları ise;

1) Finansal planlama genel prensipleri,

“ Mevcut durumda ülkemizde finansal planlama lisans sınavı düzenlenmemekte olup, bireysel emeklilik sisteminin gelişmesi ve gelişme potansiyeli göz önüne alındığında söz konusu mesleğin bir gereklilik olacağı düşünülmektedir. ”

2) Sigorta planlaması ve risk yönetimi,

3) Yatırım planlaması,

4) Gelir vergisi planlaması,

5) Emeklilik planlaması,

6) Gayrimenkul planlamasıdır.

Buna karşılık, her bir ülke kendi regülasyonu kapsamında finansal davranış, risk tolerans düzeyleri, tüketici yatırım ve tasarruf kararları vb. ek konu ve derslerin de alınması zorunluluğu getirebilmektedir.

b) Sınav: Adaylar finansal planlama sınavını geçmek durumunda dırlar. Sınav gerçek hayatta karşılaşılan durumlardan türetilmektedir. Sınav konuları, finansal planlama süreci, gayrimenkul planlaması, yatırım yönetimi ve sigorta konularından oluşmaktadır. Diğer taraftan, müşteri açısından finansal planlama sürecinin en önemli parametresi finansal plan oluşturma hususu olduğundan FPSB sınava hazırlık olması açısından örnek olay ve çalışma rehberleri hazırlanmaktadır.

c) Deneyim: CFP lisansını almak isteyen adayların finansal planlamayla ilgili konularda başka bir finansal planlama lisans sahibi kontrolünde en az bir yıl veya herhangi bir lisanslı finansal planlama profesyoneli kontrolünde olmaksızın en az üç yıllık çalışma deneyi-

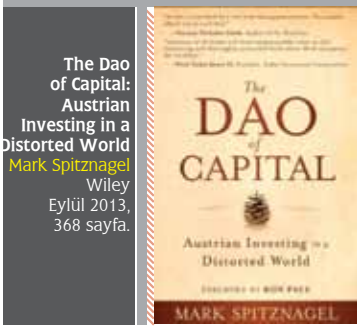
mine sahip olmaları gerekmektedir.

d) Etik: Adaylar yukarıda belirlenen şartlara ek olarak FPBS tarafından belirlenmiş olan ve müşteriler, işveren ve kamuya karşı sorumluluklarını gösterir etik değerler ve profesyonel sorumluluk çerçeve hükümlerine uymalıdır.

Diğer taraftan, lisanslı finansal planlamacı her dönemde etik yükümlülüklerine uymalı ve teknik olarak rekabet edebilir düzeyde olmalıdır. Ayrıca, finansal planlama alanındaki gelişmeleri takip etmek ve kendilerini güncellemek amacıyla her iki yılda bir en az 30 saat sürekli eğitim almak zorundadırlar. Buna ek olarak, kendilerine karşı açılmış her türlü dava ve/veya disiplin soruşturmaları kapsamında da FPSB'ye bilgi vermekle yükümlüdürler.

Sonuç olarak, finansal planlama finansal yönetim, yatırım, risk, vergi, emeklilik ve gayrimenkul planlama konularından meydana gelen entegre bir süreçtir. Mevcut durumda ülkemizde finansal planlama lisans sınavı düzenlenmemekte olup, bireysel emeklilik sisteminin gelişmesi ve gelişme potansiyeli göz önüne alındığında söz konusu mesleğin bir gereklilik olacağı düşünülmektedir.

Yatırıma Avusturya Okulu yaklaşımı



The Dao of Capital: Austrian Investing in a Distorted World
Mark Spitznagel
Wiley
Eylül 2013,
368 sayfa.

Taoist ve “dolaylı” yatırım anlayışını “kişi kaybederek kazanır ve kazanarak kaybeder” sözleriyle tanımlayan, günümüzün önde gelen kahin yatırımcılarından Mark Spitznagel’in son kitabı; “Sermayenin Yolu: Günümüzün Çarpık Dünyasında Avusturya Tarzı Yatırım” (The Dao of Capital: Austrian Investing in a Distorted World) başlığını taşıyor. Kitap, ekonomide 150 yıllık geçmişi olan Avusturya Okulu’ndan kaynaklanan

örnek sezgilere aykırı, ancak kanıtlanmış bir yaklaşım olan Avusturya Yatırımcılığı’nı gündeme getiriyor. Tao kelimesi, Çin kültüründe “insanın ayak basarak yürüdüğü yol” anlamına geliyor. Felsefenin en yüksek kategorisi olan Taoçuluk ise, Çin uygarlığını derinden etkilemiş olan büyük bir düşünce akımıdır. “Bütün varlıklar yokluktan çıkıp yine yokluğa döner ve yeniden şekillenirler ve bu böyle sürüp gider” olarak özetlenebilecek Taoçu anlayış, evreni Tao adını verdiği bir kavramın değişim ve dönüşüme uğrattığını söyler. Tao, var olmanın en yüce halidir, kusursuzdur. Kişilik nitelikleri yoktur, ölçülemez, sonsuzdur. Hiçbir şeyden kaynaklanmadan var oluşun kaynağı olur. Spitznagel’in yatırım yöntemi olan Avusturya Tarzı yatırım anlayışına göre, “zafer belirleyici savaşı korkusuzca yönetmekle gelmez, daha ziyade

bir ara konum avantajı arayan doğrudan olmayan ancak sonuçta hedefe ulaşan dolaylı yaklaşım ile ulaşılır.” Spitznagel kitabında, Çin felsefesinin rehberliğinde sermayenin döngüsünü, kayıp ve kazancın kardeş olduğunu vurgularken, okuyucuyu Chicago’daki işlemcilerden, Napolyon Avrupa’sına, ABD’de sanayileşmenin filizlendiği günlerden, Çin hanedanlığına ve 19. yüzyıl Avusturya’sının büyük ekonomistlerine kadar farklı yolculuklara çıkarıyor. Yatırım dünyasında hedging konusunda öncü olan fon yöneticisi Mark Spitznagel, finansal krizde kaybetmeyen sayılı yatırımcılardan biri olarak biliniyor. Spitznagel, kitabında Ludwig von Mises ve Avusturya Ekonomi Okulu’nun görüşlerini etkili bir yatırım yöntemi haline getirirken, bunu rahatlıkla anlaşılır ve akıcı bir üslupla gerçekleştirmeyi de beceriyor.

Forbes dergisi, Spitznagel’in kitabı hakkında, “yılın en önemli ve konusuyla ilgili olarak ise yılların en önemli kitabı” derken, Seeking Alpha sitesi, yazarın başarılı bir emeği olan kitabın tüm siyasi ve ekonomik görüşteki okuyuculara önerilebileceğini vurguluyor. New York Times’taki yazıda da, Spitznagel’in son 10 yıl içinde 2000 ve 2008’deki borsa bozgunlarını tahmin ederek, yatırım dünyasında saygınlık kazandığı ancak yatırım yaklaşımının bir fon yöneticisi için hala sıra dışı olduğu ifade ediliyor. Steve Forbes, “Tam zamanında, orijinal, doğru ekonomik ilkeler ve yatırıma tarihe dayalı yaklaşım üzerine kurulmuş bu kitap, sermaye yaratımı, yenilik ve ekonomik gelişmenin kaynağına ışık tutuyor” diye yazarken, dev yatırım bankası Blackstone’un Başkan Yardımcısı Byron Wien, kitabın etkileyici bir çalışma olduğunu, Spitznagel’in yaklaşımının akademik olmasına rağmen, sıkıcı olmadığını, ekonomi tarihi ile geniş bir bakış açısı sunduğunu belirtiyor.

Bir kamu çalışanının kaleminden finansal kıyamet günleri



Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself
Sheila Bair
Simon & Schuster
Eylül 2013,
432 sayfa.

Sheila Bair, finansal krizin en şiddetli dönemi de dahil olmak üzere 2006-2011 yılları arasında ABD’de Federal Mevduat Sigorta Kurumu’nun (FDIC) başkanlığını yaptı. Forbes dergisi, kriz yılları olan 2008 ve 2009’da kendisini, Almanya Başbakanı Angela Merkel’den sonra “dünyanın en güçlü ikinci kadını”

olarak seçti. Halen FDIC’nin yönetim kurulu üyeliğini sürdürüyor. O dönemde Henry Paulson, Ben Bernanke ve Timothy Geithner ile birlikte çalışan Bair, ABD hükümetinin krizle mücadelede önemli bir rol oynarken, finansal sisteme güven ile sistem istikrarını desteklemede önemli başarılar elde etti ve banka mevduatlarına yığılma olmadı. Bair’in kriz dönemini anlattığı ve o günlerin dürtü bir muhasebesi olan son kitabı; “Boğanın Boynuzları; Wall Street’i Ana Caddeden ve Kendinden Kurtarmak İçin Mücadele” (Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself), üst düzey bir kamu çalışanının krizin küresel ekonomi-

ye verdiği hasarı nasıl onarmaya çalıştığını anlatıyor. Bair, kitabında 12 Ekim 2008’de ABD Hazine Bakanlığı’nın büyük toplantı salonunda Bakan Henry Paulson başkanlığında, ülkenin en büyük dokuz bankasının yöneticilerinin katıldığı meşhur toplantıyı ayrıntılarıyla anlatıyor. Dev finans kurumları arasında yapılan pazarlıkları, daha güçlü bankaların, batma noktadakiyle birleşmekten nasıl kaçındığını yazıyor. Bair, ABD finans sisteminin yüzde 70’ine eşit olan dokuz trilyon dolarlık aktifi temsil eden bu yöneticiler hakkındaki, “Eğer benim yalpaladığıma görselerdi, lanetlenirdim” diyor. Foreign Affairs dergisinde, kitap hakkında yer alan

yazıda kriz hakkındaki geniş edebiyata faydalı ve düzeltici bir katkı olduğu vurgulanırken, James Galbraith ise, kitabın bir kamu çalışanının bakış açısından finansal kıyamet günlerinin öyküsü olduğunu ve detaylı notlarla nelerle karşılaştığını, ne kararlar alındığını, olayların nasıl geliştiğini anlattığını belirtiyor.

Pulitzer ödüllü Washington Post yazarı Steven Pearlstein ise, Bair’in düşünceli, pratik, bağımsız, büyük resimden uzaklaşmadan bir politikanın detaylarını uygulayabilmek gibi bir kamu çalışanından istenebilecek her şeye sahip olduğunu vurguluyor ve “En önemli görevinin yönettiği binlerce banka değil, onlarla çalışan milyonlarca Amerikalı olduğunu asla unutmadı” diye nokt alıyor.

Hedge fonlar ile bir adım ileri

One Step Ahead: Private Equity and Hedge Funds After the Global Financial Crisis
Timothy Spangler
Oneworld Publications
Eylül 2013, 352 sayfa



Durgunluk sistematik olarak ilerledikçe ve finansal çöküşün yapısal nedenleri uluslararası haber ve tartışmalarda hakim olmaya devam ettikçe, alternatif yatırım araçlarına ilgi artar. Özel sermaye fonları ve hedge fonlar, kamuoyunun yoğun ilgisine rağmen fazlasıyla anlaşılması zor gelir. Ödüllü yazar Timothy Spangler ise,

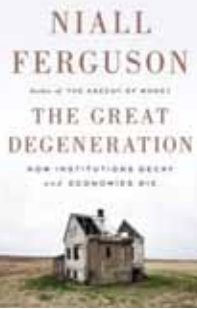
zamanlaması mükemmel olan son kitabında alternatif yatırım fonlarının yapısını kolaylıkla anlaşılabilir bir dille inceliyor. Modern kapitalist sistemde özel sektör fonları ile hedge fonların portresini çizen bu kitap, bir hukukçu ve akademisyen olan Timothy Spangler'in son çalışması... "Bir Adım İleri: Küresel Finansal Krizden Sonra Özel Sektör ve Hedge Fonları (One Step Ahead: Private Equity and Hedge Funds After the Global Financial Crisis) adındaki kitap yeni yatırım aracı arayışında olanlara sesleniyor. National Review'da yazan Robert VerBruggen, özel sektör fonları ile hedge fonların nasıl çalıştığına ilişkin, kısa ve anlaşılır tanımlamayı bu

kitapta bulmanın mümkün olduğunu ve kitabın bu yatırım araçlarının ekonomide hangi amaca hizmet ettiğini anlattığını vurguluyor. VerBruggen, ayrıca kitabın içi boş sloganlaştırma yerine derin tanımlama ve dikkatli analiz peşinde olan okuyucu için birebir olduğunu savunuyor. RAND Corporation'dan Noreen Clancy, özel sektör fonları ve hedge fonları konusunda hem Avrupa hem ABD'de sayılı uzmanlardan biri olan Timothy Spangler'in sıradan okuyucunun anlayabileceği bir dille kaleme aldığı kitabın, bu yatırım araçlarının ekonomik geleceğimizdeki rolünü de anlatan bir çalışma yaptığını vurguluyor. Adam Smith Institute'tan Eamonn Butler ise, kitabın basit bir dil ile bu yatırım araçla-

rının ne olduğunu anlattığını ve daha da önemlisi varlık yaratımı ve daha fazla refah artışında niçin tek başına kaldıklarını da ifade ettiğini belirtiyor. UCLA öğretim üyesi Roger Farmer da, Spangler'in uluslararası finansın ince ayrıntıları ve temel unsurları hakkında rahat okunabilir bir portre çizdiğini ifade ediyor. Spangler, zamanının büyük bölümünü İngiltere ve Güney Kaliforniya arasında paylaşan bir finans yorumcusu ve yazar... Wall Street ile ilgili yasal düzenlemeler hakkında yorumlardan oluşan Forbes.com çatısı altındaki ödüllü blog; "Law of the Market" in kurucusu ve yazarı. Asıl mesleği hukuk... UCLA'da uygulamalı matematik, Vanderbilt Üniversitesi'nde hukuk öğreniminden sonra hukuk doktorasını London School of Economics'te yaptı. Halen UCLA Hukuk Fakültesi'nde misafir profesör olan Spangler, Londra ve Melbourne üniversitelerinin hukuk fakültelerinde dersler verdi.

Ekonomik çöküşe neden olan büyük yozlaşma

The Great Degeneration: How Institutions Decay and Economies Die
Niall Ferguson
Penguin Press
Haziran 2013, 192 sayfa



Saygın tarihçi Niall Ferguson'un son kitabı, "Büyük Yozlaşma: Nasıl Kurumlar Çürür ve Ekonomiler Çöker" (The Great Degeneration: How Institutions Decay and Economies Die); araştırmacı ve kışkırtıcı bir çalışma olduğu kadar, kolektif geleceğimizi tehdit eden yaygın kurumsal tartışmayı irdeleyen bir yapıt. Tarih boyunca zengin ve güçlü ülkelerin yolunu kaybetmesinin nedenleri nedir? Aslında

bu tarz düşüşlerin nedenleri günümüzde hemen yanı başımızda duruyor: Yavaşlayan büyüme, zirve yapan borçlar, artan eşitsizlik, yaşlanan nüfus ve anti-sosyal davranışlar... Ancak gerçekte tam anlamıyla yanlış olan nedir? Bu sorunun cevabı; Niall Ferguson'un Büyük Yozlaşma'da belirttiği gibi, kurumların yozlaşması... Batı Avrupa ve Kuzey Amerika toplumlarının üzerinde kurulduğu dört sütun vardır: temsili hükümet, serbest piyasa, hukukun egemenliği ve sivil toplum. Herhangi bir coğrafi ya da iklim avantajından ziyade, bu kurumlar Batı'nın 1500'li yıllardan başlayarak küresel egemenlik yolunda üstünlüğünü sağlamıştır. Günümüzde ise, bu kurumlar rahatsız edici bir biçimde bozulmaktadır. Nesiller arasındaki ilişki bozulurken, demokra-

si yara almış ve piyasalar aşırı karışık yasal düzenlemelerden dolayı engellenmiştir. Hukukun egemenliği, yasa koyucuların egemenliği haline gelmiştir. Sivil toplum ise, sivil olmayan toplum şeklinde yozlaşmış ve insanlar uyumsuzluk içinde tüm sorunların devlet tarafından çözümlenmesini bekler olmuşlardır. Bir başka deyişle, ekonomik durgunluk ve onunla birlikte gelen jeopolitik düşüşün ardında yatan tek neden; kurumsal yozlaşmadır. İşte bu kitapta Niall Ferguson, tarihsel kavrayış ile birlikte yukarıdaki görüşler çerçevesinde, sadece bu durgunluğun nedenlerini analiz etmekle kalmayıp, derin sonuçlarını da ortaya koymaktadır. Batı dünyasında radikal çıkışlarıyla tanınan ve oldukça tartışma yaratan bir tarih yazarı olan Niall Ferguson,

ABD Başkanlık seçimlerinde 2008'de John McCain'e danışmanlık yapmış, 2012'de Mitt Romney'i desteklemiş ve Barack Obama'yı sert biçimde eleştirmiştir. Bu yüzden The Wall Street Journal'da The Great Degeneration ile ilgili çıkan yazıda, kitabın Obama'nın Beyaz Saray'ında ve iktidarın diğer merkezlerinde hiç popüler olmayacağı ancak bunun kitabın değerini düşürmeyeceği vurgulandı. Financial Times'da çıkan yazıda ise, kitabın bilgilendirici ve keyifli bir okuma olduğu ifade edildi. Halen, Harvard Üniversitesi tarih bölümünde öğretim üyesi olan Ferguson, özellikle ekonomi tarihi, hiperenflasyon ve tahvil piyasaları, İngiliz ve Amerikan sömürgecilik konularında uzmanlaştı. 2004 yılında Time dergisi tarafından "Dünyanın en etkili 100 kişisi" arasında gösterildi.

Avrupa Yatırım Fonları Piyasasında İkinci Çeyrek

İkinci çeyrekte UCITS fonları, talepte bızlı azalış kaydetmesine karşın, 12 milyar Euro ile arda arda altıncı çeyreği de net para girişi ile tamamladı. Mayıs sonunda ABD Merkez Bankası'nın varlık alımları programında azaltma sinyali vermesiyle fon talebinde bızlı bir daralma gözlemlendi.

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği'nin (EFAMA) açıkladığı dönemsel istatistiklere göre, 2013 ikinci çeyrek sonunda Avrupa'da toplam yatırım fonları (UCITS+non-UCITS) önceki çeyreğe göre yüzde 1.7 azalışla 9,232 milyar Euro düzeyine geriledi. Avrupa yatırım fonları piyasasının yüzde 70'i UCITS fonlarından oluşuyor. UCITS fonlarının net varlıkları ikinci çeyrekte yüzde 2.3 azalışla 6,488 milyar Euro oldu. Ancak ilk yarı itibarıyla UCITS net varlıkları yüzde 3.1 arttı.

UCITS fonlarında sınıflandırmaya göre, hisse fonlar yüzde 2.6 azalışa 2,226 milyar Euro'ya, dengeli/karma fonlar yüzde 0.8 gerileyerek 1,047 milyar Euro'ya, tahvil fonları yüzde 1 düşüşle 1,915 milyar Euro'ya inerken, en fazla daralma yüzde 6.7 ile para piyasası fonlarında gözlemlendi. Para piyasası fonlarının net varlıkları 944 milyar Euro düzeyine geriledi.

Fon sayısı UCITS'lerde yılın ilk yarısı sonunda 35,466 adet, non-UCITS'de 19,239 adet oldu.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

UCITS TÜRLERİ	30/6/2013		31/3/2013 göre değişim		31/12/2012 göre değişim	
	EUR m	Pay	EUR m	% ⁽¹⁾	EUR m	% ⁽²⁾
Hisse	2,226	34%	-58	-2.6%	127	6.0%
Dengeli	1,047	16%	-9	-0.8%	52	5.2%
Toplam Hisse ve Dengeli	3,272	50%	-67	-2.0%	178	5.8%
Tahvil	1,915	30%	-19	-1.0%	65	3.5%
Para Piyasası	944	15%	-68	-6.7%	-71	-7.0%
Fon Sepeti ⁽³⁾	59	1%	-2	-3.3%	1	1.7%
Diğer	298	5%	4	1.2%	18	6.3%
TOPLAM	6,488	100%	-152	-2.3%	193	3.1%
(Garantili Fonlar)	158	2%	-7	-4.2%	-5	-3.1%

1. Haziran 2013 - Mart 2013 karşılaştırması 2. Haziran 2013 - Aralık 2012 karşılaştırması

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

Net Satışlar

İkinci çeyrekte uzun vadeli UCITS fonları 65 milyar Euro'luk para girişi çekerken, ilk çeyrekteki 134 milyar Euro düzeyinin altında kaldı. Tahvil fonları 30 milyar Euro net giriş sağladı, ilk çeyrekte ise 44 milyar Euro giriş olmuştu. Hisse fonlar ise sekiz milyar Euro çıkışa sahne oldu. Oysa ilk çeyrekte bu

fonlara 44 milyar Euro giriş yaşanmıştı. Dengeli/karma fonlar ise ilk çeyrekteki 36 milyar Euro girişe karşılık, ikinci çeyrekte 28 milyar Euro düzeyinde giriş sağladı. Para piyasası fonlarındaki para çıkışı ise 53 milyar Euro düzeyine yükseldi. İlk çeyrekte çıkış iki milyar Euro düzeyinde kalmıştı.

Ülke Bazında Net Satışlar

UCITS fonlarına ikinci çeyrekte 19 ülkede net para girişi yaşandı. Dört ülke, beş milyar Euro'nun üzerinde giriş sağladı. Lüksemburg 37 milyar Euro girişle ilk sırayı alırken, onu İtalya (6 milyar Euro), İngiltere (5 milyar Euro) ve İspanya (5 milyar Euro) ile izledi. Büyük merkezler arasında Almanya (268 milyon Euro) ile yer alırken, Fransa 49 milyar Euro net çıkış kaydetti. Söz konusu ülkelerin dışında İskandinav ülkelerinden Da-

nimarka, Finlandiya ve İsveç'te yaklaşık iki milyar Euro'luk satış düzeyi yakalandı. Akdeniz Bölgesi'nde Portekiz ve Yunanistan net giriş yaşarken, Polonya, Macaristan ve Türkiye de yaklaşık 1 milyar Euro net para girişi çekti. Yılın ilk yarısına ilişkin olarak da 21 ülke net para girişi sağlarken, beş milyar Euro'nun üzerinde giriş yaşayan ülke sayısı beş oldu. Lüksemburg, 104 milyar Euro, İrlanda 38 milyar Euro ve İngiltere 11 milyar Euro para girişi elde etti.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

Üye Ülkeler	30/06/2013		31/3/2013		31/12/2012	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim ⁽¹⁾	EUR m	% değişim ⁽²⁾
Avusturya	148,120	1.6%	151,249	-2.1%	147,818	0.2%
Belçika	89,042	1.0%	89,193	-0.2%	87,298	2.0%
Bulgaristan	320	0.0%	288	11.0%	250	28.2%
Çek Cumhuriyeti	4,631	0.1%	4,681	-1.1%	4,589	0.9%
Danimarka	170,932	1.9%	171,981	-0.6%	164,434	4.0%
Finlandiya	68,677	0.7%	69,098	-0.6%	66,335	3.5%
Fransa	1,474,892	16.0%	1,524,484	-3.3%	1,505,731	-2.0%
Almanya	1,316,920	14.3%	1,325,050	-0.6%	1,285,527	2.4%
Yunanistan	7,090	0.1%	6,721	5.5%	6,703	5.8%
Macaristan	14,015	0.2%	12,639	10.9%	11,675	20.0%
İrlanda	1,278,048	13.8%	1,304,000	-2.0%	1,227,425	4.1%
İtalya	198,551	2.2%	194,310	2.2%	190,492	4.2%
Lihtenştayn	31,225	0.3%	32,150	-2.9%	27,713	12.7%
Lüksemburg	2,486,584	26.9%	2,528,920	-1.7%	2,383,826	4.3%
Malta	8,955	0.1%	9,433	-5.1%	9,720	-7.9%
Hollanda	66,840	0.7%	70,687	-5.4%	68,577	-2.5%
Norveç	77,101	0.8%	79,616	-3.2%	74,836	3.0%
Polonya	38,317	0.4%	37,416	2.4%	35,795	7.0%
Portekiz	25,013	0.3%	24,334	2.8%	23,741	5.4%
Romanya	3,746	0.0%	3,816	-1.8%	3,432	9.1%
Slovakya	4,039	0.0%	3,950	2.2%	3,751	7.7%
Slovenya	1,778	0.0%	1,871	-5.0%	1,828	-2.7%
İspanya	162,355	1.8%	157,017	3.4%	150,366	8.0%
İsveç	182,042	2.0%	189,162	-3.8%	172,471	5.5%
İsviçre	343,901	3.7%	352,995	-2.6%	297,270	15.7%
Türkiye	24,433	0.3%	23,923	2.1%	22,663	7.8%
İngiltere	1,004,689	10.9%	1,024,308	-1.9%	969,636	3.6%
Tüm fonlar	9,232,254	100.0%	9,393,295	-1.7%	8,943,900	3.2%
UCITS	6,487,776	70.3%	6,639,829	-2.3%	6,295,307	3.1%
Non-UCITS	2,744,478	29.7%	2,753,466	-0.3%	2,648,593	3.6%

1. Haziran 2013 - Mart 2013 karşılaştırması 2. Haziran 2013 - Aralık 2012 karşılaştırması

Dünya Yatırım Fonları Piyasasında İkinci Çeyrek

İkinci çeyrekte dünya yatırım fonu varlıkları yüzde 3.5 azalışla 22.94 trilyon Euro'ya geriledi. Net para girişi ise 109 milyar Euro ile ilk çeyrekteki 320 milyar Euro düzeyinin altında kaldı.

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) ve ABD Investment Company Institute (ICI) tarafından derlenen ve 45 ülkeyi kapsayan Dünya Fon İstatistikleri 2013 yılı ikinci çeyrek sonuçlarına göre, Haziran ayı sonu itibarıyla dünyada yatırım fonu varlıkları önceki çeyreğe göre yüzde 3.5 azalışla 22.94 trilyon Euro düzeyinde indi. ABD doları bazında ise, fon sepetlerini de kapsayan dünya yatırım fonu varlıkları yüzde 1.5

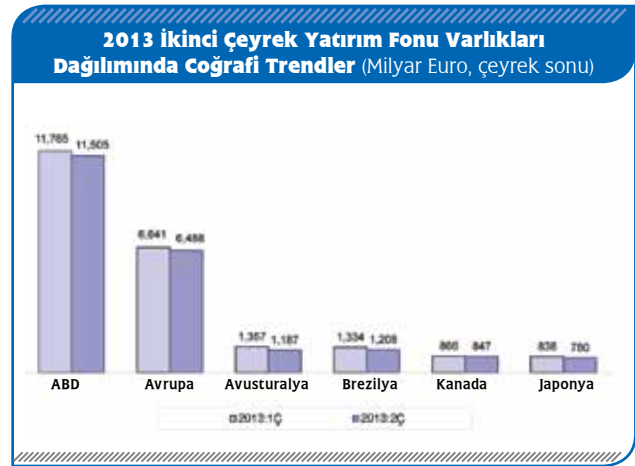
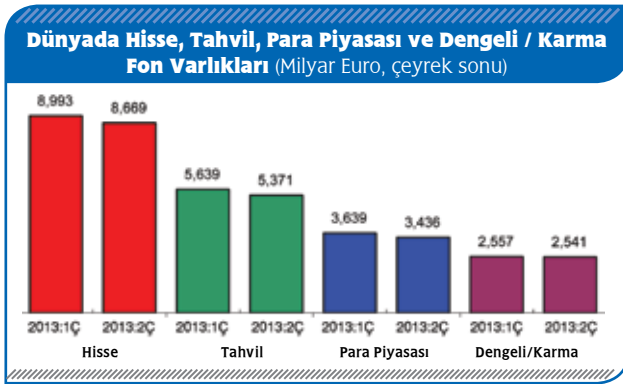
gerileyerek 30 trilyon ABD doları düzeyinde gerçekleşti.

Euro bazında, dünyada hisse fonları varlıkları yüzde 3.6 azalışla 8.7 trilyon Euro'ya inerken, tahvil fonları net varlıkları ise yüzde 4.8 düşüşle 5.4 trilyon Euro oldu. Dengeli/karma fonların varlıkları yüzde 0.6 kayıpla 2.5 trilyon Euro, para piyasası fonlarının net varlıkları ise yüzde 5.6 gerilemeyle 3.4 trilyon Euro düzeyine indi.

Net Satışlar

İkinci çeyrekte dünya çapında tüm yatırım fonlarına net 109 milyar Euro para girdi. Dünyadaki tüm fon varlıklarının yüzde 38'inin yer aldığı Hisse fonlara toplam net para girişi 28 milyar Euro'ya geriledi (€109 milyar/1Ç). Tahvil fonlarına para girişi de 31 milyar

Euro düzeyine indi (€143 milyar/1Ç). Para piyasası fonlarından çıkışlar, 84 milyar euro ile önceki çeyrek dönem düzeyinde kaldı (€82 milyar/1Ç). Dengeli/karma fonlara para girişi de ilk çeyreğe göre azalışla 57 milyar Euro oldu (€74 milyar/1Ç)



Yatırım Fonu Net Satışları (milyar Euro)

	ABD				AVRUPA ⁽¹⁾				DÜNYA ⁽²⁾									
	2012				2013		2012				2013		2012		2013			
	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç	1Ç	2Ç	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç	1Ç	2Ç	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç		
Hisse	-2	-8	-32	-16	56	18	9	-27	-9	30	44	-8	-6	-14	-43	14	109	28
Tahvil	86	65	82	73	66	-11	50	42	50	61	44	30	169	121	146	163	143	31
Para Piyasası	-83	-53	29	110	-76	-9	21	-1	-31	-28	-2	-53	-55	-42	-9	106	-82	-84
Dengeli/Karma	21	8	16	8	22	19	11	-7	10	13	36	28	44	2	38	33	74	57
Diğer ⁽³⁾	23	17	19	31	37	27	4	2	0	2	8	15	41	31	35	53	76	76
Uzun Vadeli ⁽⁴⁾	128	82	86	96	181	53	74	9	51	106	132	65	248	141	175	263	402	193
TOPLAM	44	30	115	206	105	44	95	8	20	78	130	12	193	99	167	369	320	109

Dipnotlar: (1) Avusturya, Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Macaristan, İrlanda, İtalya, Lihtenştayn, Lüksemburg, Malta, Hollanda, Norveç, Polonya, Portekiz, Romanya, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye ve İngiltere verilerini kapsıyor.

(2) 2012/1Ç 40 ülke, 2012/2Ç, 2012/3Ç, 2012/4Ç, 2013/1Ç ve 2013/2Ç 41 ülke raporlanmıştır. 2013/2Ç sonu itibariyle raporlanan ülkelerin varlıkları tüm ülkelerin %93'ünü temsil etmektedir.

(3) Fon sepeti net satışlarını içeriyor

(4) Para Piyasası Fonları dışındaki toplam



Üçüncü çeyrekte piyasalardaki dalgalanma ile fon piyasası daraldı

Yılbaşından beri portföyünde hisse senedi bulunduran büyüme amaçlı B tipi yatırım fonlarına yönelen yatırımcılar, piyasalarda artan belirsizlik ortamı ile risksiz yatırım enstrümanlarına geçiş yaparken, likit ve kısa vadeli tabvil bono fonlara girişler arttı; diğer fon türlerinde çıkışlar ve genel olarak ise fon pazarında daralma gözlemlendi.

ABD Merkez Bankası'nın (Fed) varlık alımlarının azaltılacağı ve toplumsal gerilim ile beraber, Haziran-Ağustos dönemi yurtiçi piyasaların dalgalı bir seyir izlediği bir zaman dilimi oldu. 2012 yılı Ekim ayından 2013 yılı Mayıs ayına kadar devam eden süreçte Türkiye USD bazlı MSCI endeksi yükselen piyasa endeksine göre çok daha fazla artış göstermiş olmasının da etkisi ile Ağustos ayına kadar gelişmekte olan ülkelerden ayrılan Türkiye MSCI

endeksi yaklaşık %22 gerilerken, yükselen piyasa MSCI endeksindeki gerileme %2 civarında kaldı. Eylül ayına geldiğimizde ise Türkiye ve genel olarak yükselen piyasaların toparlanma işaretleri verdiği görüldü. 22 Mayıs 2013 tarihinde parasal genişlemenin hızının ekonomik verilerin seyrine göre yavaşlatılabileceği yönünde açıklama yaparak, piyasalarda özellikle de gelişen ülke piyasalarında, olumsuz bir seyre sebep oldu. 19 Haziran 2013 tarihinde yapılan FOMC toplantısında ise

parasal genişlemenin ekonominin seyrine göre 2014'ün ortasına kadar kademeli olarak azaltılıp durdularabileceği yönündeki açıklama ise piyasalardaki olumsuz seyrin devamına yol açtı. Eylül ayında piyasaların dikkati 18 Eylül'deki FOMC toplantısı üzerindediydi. Fed, genel piyasa beklentisi olan aylık 10 milyar dolarlık azaltım yerine, parasal genişlemeyi aynı hızda sürdürme kararını açıkladı ve başta gelişen ülke piyasalarında olmak üzere tüm riskli varlık piyasalarında güçlü ralli yaşanmasına sebep oldu.



Ceren Angılı

Yönetici, Dağıtım Kanalları Satış Koordinasyon
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

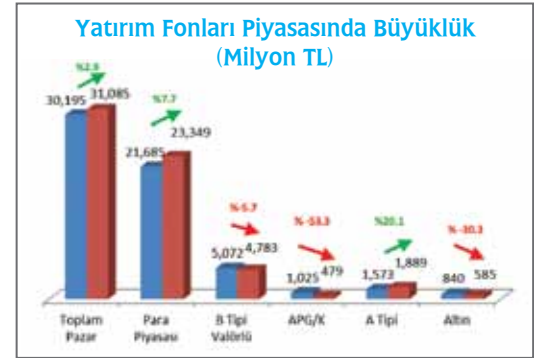
Bu olumlu havadan Türkiye daha önce yüksek seviyede olumsuz etkilenmiş olması nedeniyle yine yüksek seviyede olumlu etkilendi; kur, faiz ve borsa tarafında çok güçlü bir seyir ortaya çıkmış oldu. Yılbaşında 1,7817 seviyesinde olan USD/TL, Eylül sonu itibariyle 2,0160 TL sepet 2,0651 seviyelerinden 2,3734 seviyelerine yükseldi. Ağustos sonunda TL sepeti en yüksek seviye 2,4202 olarak gerçekleşti. İki yıl vadeli gösterge tahvil 2013 yılında tarihi düşük seviyelerini 17 Mayıs'ta %4,76 ile yaşarken, yurtdışı ve yurtdışı gelişmeleri takiben 27 Ağustos'ta %10,4'e kadar yükseldi. Dolar/TL, sepet ile tahvil ve bono piyasalarında sert hareketler gerçekleşirken, hisse senedi piyasaları da benzer bir şekilde dalgalandı ve BİST100 endeksi 22 Mayıs'ta 93.178 seviyesine kadar yükseldikten sonra Ağustos'da 63.887 seviyesine geriledi. Üçüncü çeyrekte USD diğer dövizlere göre güçlü kalmaya devam etti ve 1,2754 seviyesine kadar geriledi. FED'in varlık alımlarına devam edeceği haberleri ile Amerikan tahvillerinin faizlerinin düşük kalacağı beklentisi sonucu, EUR aleyhine hareket eden parite 1,3550 seviyelerine kadar yükseldi. Ekonomik gelişmelerin de etkisiyle

Mayıs sonu itibariyle yüzde 16'nın üzerinde büyüyen yatırım fonları pazarı, piyasalardaki dalgalanmanın da artması ile beraber geriledi. Üçüncü çeyrek itibariyle yaklaşık 31,1 milyar TL ile yılbaşından bugüne büyüme %2,9 düzeyinde gerçekleşti. Likit ve kısa vadeli tahvil ve bono fonlarından oluşan para piyasası fonlarında Haziran sonu 23,9 milyar TL ile büyüme %9,7'ye ulaşmışken, Eylül sonu itibariyle büyüklük 23,3 milyar TL'ye geriledi ve yılbaşından bugüne yaklaşık 1,6 milyar TL büyüme ile oran yüzde 7 oldu. B tipi tahvil ve bono fonlarında ise üçüncü çeyrek itibariyle toplam büyüklük 1,6 milyar TL ile yılbaşı seviyesinin 586 milyon TL altında gerçekleşti.

Yılbaşından beri portföyünde hisse senedi bulunduran büyüme amaçlı B tipi yatırım fonlarına yönelen yatırımcılar, piyasalarda artan belirsizlik ortamı ile risksiz yatırım enstrümanlarına geçiş yaparken, likit ve kısa vadeli tahvil bono fonlara girişler arttı; diğer fon türlerinde çıkışlar ve genel olarak ise fon pazarında daralma gözlemlendi. Mayıs sonunda 4,4 milyar TL'ye kadar artan B tipi değişken fonlar Eylül sonu itibariyle toplam 2,7 milyar TL ile yılbaşına göre %22 büyüdü.

A tipi hisse senedi fonlarında da riskten kaçış sürecinde Haziran sonuna göre yüzde 6 küçülme olmasına rağmen, yılbaşından bugüne yüzde 20 büyüyerek toplam 316 milyon TL giriş gerçekleşti. BİST-100 endeksindeki ilk satış dalgasını yatırımcılar fırsat olarak değerlendirerek, A tipi fonlara giriş gerçekleştirdiler; fakat belirsizliğin derinleşmesi ve satış dalgasının uzaması ile birlikte BİST-100 endeksindeki %2'lik değer kaybına rağmen, Haziran ile Eylül sonu arasında A tipi fon hacminde yüzde 6 daralma yaşandı. B Tipi Anapara Garantili ve Korumalı (APG/K) fonlarda, talep eksikliği yılbaşından beri devam ediyor.

Yılbaşından bugüne yüzde 50'nin üzerinde daralan bu tür fonların büyüklüğü, üçüncü çeyrek itibariyle 585 milyon TL oldu. Altın fonlarında da talep olmaması nedeniyle yılbaşından bugüne 255 milyon TL küçüldü ve 840 milyon TL büyüklükle başladığı 2013 yılının ilk yarısında 585 milyon TL'ye geriledi.



Bireysel Emeklilik Fonları yüzde 23 büyüdü

Bireysel emeklilik fonlarında üçüncü çeyrek sonunda pazar 25,1 milyar TL'ye ulaştı ve yılbaşından beri %23,3 büyüdü. Sene başından beri katkı fonlarında değerlendirilen devlet katkısı üçüncü çeyrek itibariyle 826 milyon TL'ye ulaştı ve toplam emeklilik pazarı büyüklüğünün %3'ünü çok kısa bir sürede oluştururken, toplam büyümenin ise %4'ünü katkı fonları sağladı. Yurtdışı piyasalardaki satış dalgası süresince yurtdışı piyasalara yatırım yapan fonlarda gerek TL'nin yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi, gerekse içerisinde yatırım yaptığı enstrümanlardaki değerlendirme ile yatırımcı talebi sonucunda, yılbaşından itibaren yüzde 70 büyüyerek toplam 229 milyon TL büyüklüğe ulaştı. Kamu İç Borçlanma ve Dengeli (Esnek & Karma) fonlar emeklilik fonları pazarından fazla büyüyerek, sırasıyla %28,9 ve %31,3 ile 8,1 milyar TL ve 1,8 milyar TL'ye ulaştı.

TÜRKİYE YATIRIM FONLARI PİYASASI

Yatırım Fonları Sektöründe Net Satışlar

Üçüncü çeyrekte yatırım fonları sektöründe toplam 5,654 milyon TL net para çıkışı gerçekleşmiştir. Bu dönemde en fazla çıkış 2,059 milyon TL ile bono fonlarında yaşanırken, bu grubu 2,029 milyon TL ile dengeli fonlar takip etmiştir. Aynı dönemde sadece hisse fonlara para girişi olmuştur.

Net Satışlar (milyon TL)

FON TÜRLERİ	Ocak-Mart 2013	Nisan-Haziran 2013	Temmuz-Eylül 2013
Hisse	100,01	212,67	114,55
Bono	569,21	471,68	-2058,77
Likit	-148,94	120,40	-1568,32
Dengeli	906,54	510,08	-2029,48
Diğer	110,70	7,03	-108,19
Fon Sepeti	-0,75	11,60	-3,81
TOPLAM	1.536,78	1.333,46	-5.654,02

Yatırım Fonları Büyüklük *

YATIRIM FONLARI	Haziran 2012		Eylül 2012		Aralık 2012		Mart 2013		Haziran 2013		Eylül 2013	
	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (milyon TL)	Fon Sayısı
Hisse Senedi Yoğun	835,3	61	735,9	60	692,2	54	1.051,9	61	1.201,4	62	1.114,9	63
Tahvil Bono	3.056,0	86	6.179,6	90	7.732,8	96	10.002,2	94	12.059,4	101	12.264,8	105
Karma	2.008,4	140	2.344,6	140	2.993,1	141	4.022,1	141	4.484,6	144	3.550,4	148
Para Piyasası	20.292,2	48	18.262,6	47	17.153,7	46	15.722,9	45	14.686,6	43	13.238,4	42
Diğer	3.357,3	118	2.526,0	105	1.934,5	99	1.558,5	83	1.238,3	77	1.063,3	62
Fon Sepeti	15,3	5	15,6	5	14,4	5	13,7	5	22,7	5	20,5	5
TOPLAM	29.564,4	458	30.064,3	447	30.520,7	441	32.371,5	429	33.693,0	432	31.252,4	425

* Özel fonlar hariç tutulmuştur.

TKYD tarafından Rasyonet verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

KYD ENDEKSLERİ

KYD 1 AYLIK KAR PAYI ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TL	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	31.Tem.13	100,52	0,02	0,11	0,47	0,00
	29.Ağu.13	100,97	0,02	0,11	0,47	0,00
	30.Eyl.13	101,51	0,05	0,12	0,53	0,00
USD	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	31.Tem.13	100,24	0,01	0,05	0,22	0,00
	29.Ağu.13	100,46	0,01	0,05	0,23	0,00
	30.Eyl.13	100,71	0,02	0,06	0,25	0,00
EUR	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	31.Tem.13	100,24	0,01	0,05	0,21	0,00
	29.Ağu.13	100,44	0,01	0,05	0,21	0,00
	30.Eyl.13	100,67	0,02	0,05	0,23	0,00

KYD KİRA SERTİFİKALARI ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
KAMU	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	31.Tem.13	99,18	0,41	0,16	-0,77	0,00
	29.Ağu.13	99,02	0,14	-0,32	0,25	0,00
	30.Eyl.13	100,78	0,07	-0,15	1,78	0,00
ÖZEL SEKTÖR	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	31.Tem.13	99,94	0,02	0,26	-0,12	0,00
	29.Ağu.13	100,37	0,02	0,17	0,45	0,00
	30.Eyl.13	100,99	0,08	0,18	0,62	0,00

KYD ENDEKSLERİ

KYD FON ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	764,81	-0,02	1,87	5,86	36,84
	31.Tem.13	737,21	1,39	-0,88	-1,89	-3,61
	29.Ağu.13	677,69	0,20	-3,86	-6,79	-11,39
	30.Eyl.13	743,94	-0,87	-2,77	9,78	-2,73
B Tipi	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	1243,99	0,02	0,07	0,32	7,57
	31.Tem.13	1265,71	0,03	0,01	0,20	1,75
	29.Ağu.13	1269,96	0,02	0,02	0,36	2,09
	30.Eyl.13	1278,95	0,02	0,04	0,71	2,81

KYD O/N REPO ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	348,08	0,03	0,08	0,38	6,76
	31.Tem.13	356,87	0,01	0,10	0,39	2,53
	29.Ağu.13	358,44	0,02	0,11	0,45	2,98
	30.Eyl.13	360,07	0,04	0,10	0,46	3,45
BRÜT	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	464,20	0,04	0,10	0,43	7,94
	31.Tem.13	478,03	0,02	0,11	0,46	2,98
	29.Ağu.13	480,49	0,02	0,13	0,53	3,51
	30.Eyl.13	483,08	0,05	0,12	0,54	4,07

KYD TUFEX ENDEKSİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TÜFE	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	128,170	-0,22	-0,25	1,30	22,10
	31.Tem.13	125,142	0,04	-0,37	-0,04	-2,36
	29.Ağu.13	122,195	0,15	-0,21	-2,32	-4,66
	30.Eyl.13	127,285	-0,20	-0,77	4,17	-0,69

KYD EUROBOND ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	309,78	0,00	-0,08	-0,66	22,35
	31.Tem.13	280,48	-1,19	-2,08	-1,88	-9,46
	29.Ağu.13	268,87	0,14	0,07	-5,28	-13,21
	30.Eyl.13	279,63	-0,53	-2,13	4,00	-9,73
USD - TL	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	335,49	-0,28	-0,73	-0,64	15,12
	31.Tem.13	329,95	-0,84	-0,84	-1,51	-1,65
	29.Ağu.13	332,70	-1,06	2,47	-0,02	-0,83
	30.Eyl.13	346,94	-0,41	0,38	4,28	3,41
EUR	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	217,14	0,07	0,36	0,37	16,22
	31.Tem.13	213,16	-0,32	-0,48	-0,62	-1,83
	29.Ağu.13	209,96	0,16	-0,07	-1,81	-3,31
	30.Eyl.13	212,87	-0,18	-0,64	1,39	-1,96
EUR-TL	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	296,49	-0,21	-0,47	1,89	11,59
	31.Tem.13	317,81	-0,05	0,96	1,44	7,19
	29.Ağu.13	329,20	-1,81	1,76	3,53	11,03
	30.Eyl.13	340,86	-0,12	1,83	3,54	14,97

KYD ALTIN FİYAT ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
Ağırlıklı Ort.	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	95547,560	-0,07	-0,65	-3,66	-0,21
	31.Tem.13	82453,861	0,51	0,37	7,62	-13,70
	29.Ağu.13	91995,268	-2,35	5,62	12,15	-3,72
	30.Eyl.13	87327,264	0,71	3,08	-5,07	-8,60
Kapanış	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	95617,048	0,08	-0,51	-3,36	-0,42
	31.Tem.13	82255,826	0,35	0,32	6,84	-13,97
	29.Ağu.13	92270,840	-2,23	5,23	12,57	-3,50
	30.Eyl.13	87016,258	-0,56	2,80	-5,69	-9,00

KYD TL BONO ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
91 GÜN	31 Aralık 2011 - 31 Aralık 2012	906,85	0,04	0,10	0,38	9,67
	31.Tem.13	934,35	-0,02	0,09	0,28	3,03
	29.Ağu.13	939,41	0,09	0,19	0,52	3,59
	30.Eyl.13	948,34	0,04	0,09	0,95	4,57
182 GÜN	31 Aralık 2011 - 31 Aralık 2012	1167,92	0,03	0,09	0,31	11,31
	31.Tem.13	1199,19	0,03	0,09	0,17	2,68
	29.Ağu.13	1205,51	0,18	0,40	0,56	3,22
	30.Eyl.13	1220,35	0,04	0,06	1,23	4,49
365 GÜN	31 Aralık 2011 - 31 Aralık 2012	1164,10	0,03	0,07	0,22	13,56
	31.Tem.13	1176,88	0,11	-0,20	-0,52	1,10
	29.Ağu.13	1180,76	0,28	0,26	0,44	1,43
	30.Eyl.13	1199,88	-0,20	-0,43	1,62	3,07
547 GÜN	31 Aralık 2011 - 31 Aralık 2012	268,41	0,01	0,00	0,24	15,66
	31.Tem.13	267,51	0,12	-0,06	-0,98	-0,33
	29.Ağu.13	267,66	0,43	0,41	0,17	-0,28
	30.Eyl.13	273,36	-0,30	-0,67	2,13	1,85
TÜM	31 Aralık 2011 - 31 Aralık 2012	1105,43	0,01	0,05	0,61	16,56
	31.Tem.13	1085,05	0,26	-0,87	-1,08	-1,84
	29.Ağu.13	1074,88	0,57	-0,09	-0,68	-2,76
	30.Eyl.13	1107,84	-0,12	-0,56	3,07	0,22
KYD Kısa	31 Aralık 2011 - 31 Aralık 2012	124,00	0,03	0,09	0,33	10,90
	31.Tem.13	126,75	0,05	-0,02	0,03	2,22
	29.Ağu.13	127,33	0,14	0,27	0,51	2,69
	30.Eyl.13	128,90	-0,02	-0,06	1,23	3,95
KYD Orta	31 Aralık 2011 - 31 Aralık 2012	130,45	0,01	0,00	0,22	16,60
	31.Tem.13	129,71	0,26	-0,07	-0,92	-0,56
	29.Ağu.13	128,88	0,43	-0,09	-0,39	-1,20
	30.Eyl.13	132,64	-0,25	-0,63	2,92	1,68
KYD Uzun	31 Aralık 2011 - 31 Aralık 2012	148,95	-0,03	0,03	1,85	28,66
	31.Tem.13	136,97	0,49	-2,31	-2,56	-8,04
	29.Ağu.13	132,62	1,26	-0,63	-2,70	-10,96
	30.Eyl.13	139,92	-0,14	-1,12	5,50	-6,06

KYD 1 AYLIK GÖSTERGE MEVDUAT ENDEKSİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TL	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	123,84	0,06	0,15	0,65	9,05
	31.Tem.13	128,72	0,02	0,13	0,53	3,94
	29.Ağu.13	129,45	0,02	0,14	0,59	4,53
	30.Eyl.13	130,28	0,06	0,14	0,63	5,19
USD	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	107,00	0,02	0,04	0,18	2,73
	31.Tem.13	108,27	0,01	0,04	0,17	1,19
	29.Ağu.13	108,47	0,01	0,04	0,19	1,37
	30.Eyl.13	108,68	0,02	0,04	0,20	1,57
EUR	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	106,84	0,02	0,04	0,18	2,68
	31.Tem.13	108,09	0,01	0,04	0,17	1,17
	29.Ağu.13	108,27	0,01	0,04	0,18	1,34
	30.Eyl.13	108,48	0,02	0,04	0,19	1,53

KYD ÖST ENDEKSLERİ

ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
SABİT	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	119,15	0,06	0,08	0,53	10,72
	31.Tem.13	123,43	0,02	0,09	0,38	3,59
	29.Ağu.13	124,12	0,02	0,13	0,58	4,18
	30.Eyl.13	125,08	0,07	0,16	0,77	4,98
DEĞİŞ-KEN	31 Aralık 2011-31 Aralık 2012	122,63	0,11	0,22	0,83	11,40
	31.Tem.13	127,64	0,03	0,10	0,50	4,09
	29.Ağu.13	128,45	0,00	0,13	0,66	4,74
	30.Eyl.13	129,85	0,08	0,20	1,09	5,89

Yatırım Fonlarında 2013 Üçüncü Çeyrek

GENEL DEĞİŞİM :

2013 yılı üçüncü çeyrek portföy değerlerine bakıldığında emeklilik fonları dönemi pozitif getiri ile kapatırken, yatırım fonları ve borsa yatırım fonları negatif getiri ile tamamlamıştır. Borsa yatırım fonlarının portföy büyüklüğü son üç aylık

dönemde -%9,03, reel olarak -%9,91 oranında, yatırım fonlarının portföy değeri -%7,47, reel olarak -%8,36 oranında düşmüştür. Emeklilik fonları ise %7,05, reel olarak %6,02 oranında portföylerini büyütülmüştür.

	İlk Tarih 3 Ay 01.07.2013	Son Tarih 01.10.2013	Değişim %	Reel Artış
Borsa Yatırım Fonları	249.019.342	226.524.288	-9,03%	-9,91%
Emeklilik Fonları	23.389.838.402	25.039.243.107	7,05%	6,02%
Yatırım Fonları	32.214.678.332	29.808.029.477	-7,47%	-8,36%

Açıklama: Yukarıdaki tablo 1/7/2013 ile 1/10/2013 verileri ile hesaplanmıştır.

FONLARDA BÜYÜME

2013 yılı üçüncü çeyrek yatırım araçlarına bakıldığında, borsa yatırım fonlarının yatırımcı sayıları %1,87 oranında artarken, pazar payı %0,41 olmuştur. Yatırım fonlarının yatırımcı sayılarında %2,00 oranında düşüş görülmüş, pazar payı %54,12 olmuştur.

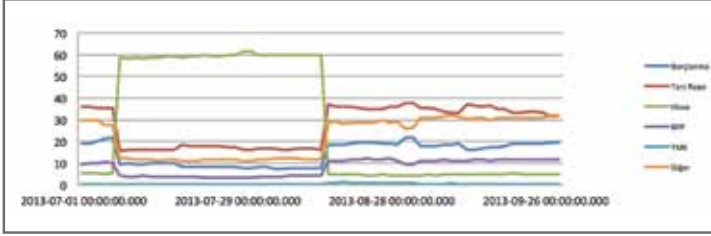
Emeklilik fonlarında ise, yatırımcı sayıları %13,76 oranında artarken, pazar payı %45,46 olmuştur. Tüm piyasaya bakıldığında ise, fon piyasasının %1,40, reel olarak da %2,35 oranında küçüldüğünü görüyoruz.

	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim %	Reel Artış	İlk Kbps	Son Kbps	Değişim %	Reel Artış	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
Borsa Yatırım Fonları	249.019.342	226.524.288	-9,03%	-9,91%	803	818	1,87%	0,89%	0,45%	0,41%	
Emeklilik Fonları	Bireysel	21.137.296.549	22.719.888.715	7,49%	6,45%	10.747.993	12.257.052	14,04%	12,94%	37,84%	41,25%
	Gruplara Yönelik	2.252.541.853	2.319.354.392	2,97%	1,97%	345.945	363.081	4,95%	3,94%	4,03%	4,21%
		23.389.838.402	25.039.243.107	7,05%	6,02%	11.093.938	12.620.133	13,76%	12,66%	41,88%	45,46%
Yatırım Fonları	Emtia	498.338.955	513.813.483	3,11%	2,11%	51.130	48.338	-5,46%	-6,37%	0,89%	0,93%
	Esnek	1.894.030.974	1.399.192.107	-26,13%	-26,84%	43.020	37.696	-12,38%	-13,22%	3,39%	2,54%
	Fon Sepeti	5.674.563	5.983.148	5,44%	4,42%	68	72	5,88%	4,86%	0,01%	0,01%
	Hisse Senedi	1.088.303.611	938.994.734	-13,72%	-14,55%	42.851	39.167	-8,60%	-9,48%	1,95%	1,70%
	Yoğun	581.160.158	522.031.608	-10,17%	-11,04%	276.417	279.370	1,07%	0,09%	1,04%	0,95%
	Karma	23.890.430.990	23.238.104.440	-2,73%	-3,67%	2.645.536	2.601.969	-1,65%	-2,60%	42,77%	42,19%
	Para Piyasası	4.086.885.035	3.028.212.904	-25,90%	-26,62%	176.027	163.484	-7,13%	-8,02%	7,32%	5,50%
	Tahvil Bono	169.854.046	161.697.052	-4,80%	-5,72%	5.846	5.975	2,21%	1,22%	0,30%	0,29%
Uluslararası	32.214.678.332	29.808.029.477	-7,47%	-8,36%	3.240.895	3.176.071	-2,00%	-2,95%	57,68%	54,12%	
Piyasa	55.853.536.075	55.073.796.872	-1,40%	-2,35%	14.335.636	15.797.022	10,19%	9,13%			

Açıklama: Yukarıdaki tablo 1/7/2013 ile 1/10/2013 verileri ile hesaplanmıştır. Kbps, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı

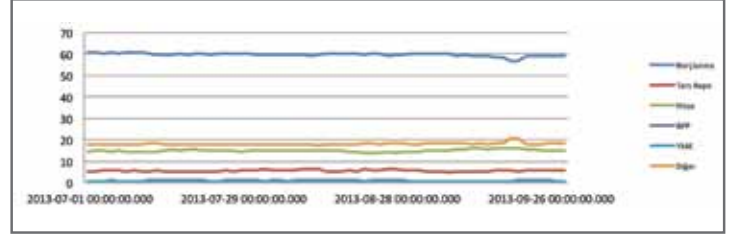
YATIRIM FONLARININ VARLIK DAĞILIMI:

Yatırım fonlarının son üç aylık varlık yüzdesel oranları ortalamasına bakıldığında, Repo %27, Kamu Borçlanma %15, Hisse %28, Borsa Para %8, Diğer oranının ise %22 seviyelerinde olduğu görülmektedir.



EMEKLİLİK FONLARININ VARLIK DAĞILIMI:

Emeklilik fonlarının son üç aylık varlık oranları yüzdesel ortalamasına bakıldığında, Repo %6, Kamu Borçlanma %60, Hisse %15, Borsa Para %1, Diğer oranının ise %18 seviyelerinde olduğu görülmektedir.



FON ENDEKSLERİ:

2013 yılı üçüncü çeyreğinin fon endekslerine baktığımızda, karma, hisse senedi yoğun ve esnek fon endeksleri hariç diğer endekslerin dönemi pozitif getiri ile tamamlandığını görebiliyoruz. Bu endekslerin arasında %15,60 ile emtia fon endeksi en yüksek getiriyi elde etmiştir.

	Ağırlık	Adet	İlk Değer	Son Değer	Değişim %
Para Piyasası Fonu Endeksi	36,42	15	109,55	111,00	1,32
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	2,18	15	111,18	112,11	0,83
Karma Fon Endeksi	0,86	15	123,39	123,37	-0,01
Hisse Senedi Yoğun Fon Endeksi	0,65	10	145,50	142,89	-1,80
Uluslararası Fonlar Endeksi	0,11	6	99,29	112,08	12,88
Esnek Fonlar Endeksi	2,05	25	112,64	111,96	-0,60
Fon Sepeti Endeksi	0,01	1	108,87	120,41	10,60
Emtia Fonları Endeksi	0,75	5	76,55	88,49	15,60
FM 30 Endeksi	57,48	30	111,42	112,52	0,99
FM 50 Endeksi	66,82	50	112,20	113,30	0,98

Açıklama: Yukarıdaki tablo 1/7/2013 ile 1/10/2013 verileri ile hesaplanmıştır.

FonMarket.com

"Fonlar hakkında herşey"e kolayca erişiminizi sağlayan ve artık sanal portföyünüzü de takip edebileceğiniz; görselliğiyle zenginleştirilmiş sitemize iphone ile her an her yerden ulaşabilirsiniz. Artık hızlı, kolay ve daha da yetenekli.



Available on the App Store

SEKTÖR VERİLERİ

TÜR BAZINDA BÜYÜKLÜKLER VE DEĞİŞİMLER:

2013 yılı üçüncü çeyreğinde, bireysel emeklilik fonlarının portföy değerleri %7,49 oranında, gruplara yönelik emeklilik fonlarının ise, %2,97 oranında büyümüştür. Yatırımcı sayılarına baktığımızda, bireyselde %14,04, gruplara yönelik fonlarda ise %4,95 oranında artış görülmektedir. Emeklilik fonlarının toplam piyasa oranına piyasanın

%45,46'sını oluşturduğu görüyoruz.

Yatırım fonlarında, borsa yatırım fonları piyasanın %0,41, emtia fonları %0,93, esnek fonlar ise %2,54'ünü oluşturmaktadır. Para piyasası fonlarına baktığımızda ise, piyasanın %42,19 gibi büyük bir kısmını oluşturduğunu görüyoruz.

		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim %	Reel Artış	İlk Kbss	Son Kbss	Değişim %	Reel Artış	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
Borsa Yatırım Fonları		16	16	249.019.342	226.524.288	-9,03%	-9,91%	803	818	1,87%	0,89%	0,45%	0,41%	
Emeklilik Fonları	Bireysel	Büyüme Amaçlı Fonlar	32	32	3.438.094.171	3.631.473.318	5,62%	4,61%	1.691.575	1.789.651	5,80%	4,78%	6,16%	6,59%
		Diğer Fonlar	53	59	5.432.119.882	6.013.970.223	10,71%	9,64%	3.852.220	5.008.767	30,02%	28,77%	9,73%	10,92%
		Gelir Amaçlı Fonlar	58	58	10.704.175.306	11.156.174.163	4,22%	3,22%	3.950.415	4.096.109	3,69%	2,69%	19,16%	20,26%
		Para Piyasası Fonları	19	20	1.562.907.191	1.918.271.010	22,74%	21,55%	1.253.783	1.362.525	8,67%	7,62%	2,80%	3,48%
		162	169	21.137.296.549	22.719.888.715	7,49%	6,45%	10.747.993	12.257.052	14,04%	12,94%	37,84%	41,25%	
Gruplara Yönelik	Büyüme Amaçlı Fonlar	7	7	159.653.465	173.107.739	8,43%	7,38%	67.919	75.093	10,56%	9,50%	0,29%	0,31%	
	Diğer Fonlar	11	12	779.186.669	806.926.470	3,56%	2,56%	108.087	113.138	4,67%	3,66%	1,40%	1,47%	
	Gelir Amaçlı Fonlar	18	18	1.284.218.979	1.277.181.380	-0,55%	-1,51%	165.942	169.749	2,29%	1,31%	2,30%	2,32%	
	Para Piyasası Fonlar	1	1	29.482.739	62.138.803	110,76%	108,73%	3.997	5.101	27,62%	26,39%	0,05%	0,11%	
		37	38	2.252.541.853	2.319.354.392	2,97%	1,97%	345.945	363.081	4,95%	3,94%	4,03%	4,21%	
Yatırım Fonları	Emtia	16	16	498.338.955	513.813.483	3,11%	2,11%	51.130	48.338	-5,46%	-6,37%	0,89%	0,93%	
	Esnek	46	46	1.894.030.974	1.399.192.107	-26,13%	-26,84%	43.020	37.696	-12,38%	-13,22%	3,39%	2,54%	
	Fon Sepeti	1	1	5.674.563	5.983.148	5,44%	4,42%	68	72	5,88%	4,86%	0,01%	0,01%	
	Hisse Senedi Yoğun	Endeksli Fonlar	119	20	366.328.682	317.612.240	-13,30%	-14,13%	18.915	17.420	-7,90%	-8,79%	0,66%	0,58%
		Hisse Fonları	32	32	721.974.929	621.382.494	-13,93%	-14,76%	23.936	21.747	-9,15%	-10,02%	1,29%	1,13%
			51	52	1.088.303.611	938.994.734	-13,72%	-14,55%	42.851	39.167	-8,60%	-9,48%	1,95%	1,70%
	Karma	Dengeli Karma Fonlar	34	35	557.997.854	504.742.741	-9,54%	-10,42%	273.943	276.395	0,90%	-0,08%	1,00%	0,92%
		Hisse Karma Fonlar	8	8	23.162.304	17.288.867	-25,36%	-26,08%	2.474	2.975	20,25%	19,09%	0,04%	0,03%
			42	43	581.160.158	522.031.608	-10,17%	-11,04%	276.417	279.370	1,07%	0,09%	1,04%	0,95%
	Para Piyasası	Kısa Vadeli Bono Fonları	25	26	7.434.882.686	7.174.119.582	-3,51%	-4,44%	784.659	778.945	-0,73%	-1,69%	13,31%	13,03%
Likit Fonlar		44	44	16.455.548.304	16.063.984.858	-2,38%	-3,32%	1.860.877	1.823.024	-2,03%	-2,98%	29,46%	29,17%	
		69	70	23.890.430.990	23.238.104.440	-2,73%	-3,67%	2.645.536	2.601.969	-1,65%	-2,60%	42,77%	42,19%	
Tahvil Bono	Endeksli Fonlar	1	1	9.975.384	9.235.547	-7,42%	-8,31%	38	35	-7,89%	-8,78%	0,02%	0,02%	
	Özel Sek. Tahvil Bono Fon.	11	11	801.477.062	525.473.193	-34,44%	-35,07%	5.230	3.436	-34,30%	-34,94%	1,43%	0,95%	
	Tahvil Bono Fonları	54	54	2.237.367.661	1.743.304.503	-22,08%	-22,83%	144.379	136.021	-5,79%	-6,70%	4,01%	3,17%	
	Uzun Vadeli Tahvil Bono Fon.	25	26	1.038.064.927	750.199.661	-27,73%	-28,43%	26.380	23.992	-9,05%	-9,93%	1,86%	1,36%	
		91	92	4.086.885.035	3.028.212.904	-25,90%	-26,62%	176.027	163.484	-7,13%	-8,02%	7,32%	5,50%	
Uluslararası	Hisse Fonları	8	8	109.761.919	108.410.641	-1,23%	-2,18%	2.965	3.061	3,24%	2,24%	0,20%	0,20%	
	Karma Fonlar	1	1	1.471.318	1.733.503	17,82%	16,68%	377	391	3,71%	2,71%	0,00%	0,00%	
	Tahvil Bono Fonları	8	8	58.620.809	51.552.908	-12,06%	-12,91%	2.504	2.523	0,76%	-0,21%	0,10%	0,09%	
		17	17	169.854.046	161.697.052	-4,80%	-5,72%	5.846	5.975	2,21%	1,22%	0,30%	0,29%	
Piyasa		548	560	55.853.536.075	55.073.796.872	-1,40%	-2,35%	14.335.636	15.797.022	10,19%	9,13%			

Açıklama: Yukarıdaki tablo 1/7/2013 ile 1/10/2013 verileri ile hesaplanmıştır. KBSS, Katılma Belgesi Sahibi Sayısı, Reel artış aynı dönemdeki enflasyondan ayrıştırılarak hesaplanmıştır