

Kurumsal Yatırımcı'ya hoşgeldiniz...

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin sektörel yayını "Kurumsal Yatırımcı"nın ilk sayısına hoş geldiniz.

Uluslararası piyasalarda son yıllarda yaşanan gelişmeler, finans piyasalarının küreselleşen bir yapı kazandığını göstermekte, Türk finans piyasaları ve Kolektif Yatırım Araçları endüstrimiz de bu gelişmelere paralel hareket etmektedir.

Değişen piyasa koşullarında, gelişmiş ülkelerde olduğu gibi, ülkemizde de sermaye piyasalarının gelişiminde Kolektif Yatırım Araçları olarak nitelenen Yatırım Fonlarının, Emeklilik Fonlarının, Alternatif Yatırım Ürünlerinin (Korumalı, Garantili ve Serbest Fonlar), Borsa Yatırım Fonları ile Yatırım Ortaklıklarının payı giderek artmaktadır. Uzun vadeli fonların kurumsal yatırımcılar kanalıyla sermaye piyasasına akması piyasaların derinlik ve istikrar kazanmasını sağlayacaktır. Dünyadaki örneklerinde görüldüğü gibi, bir ülke ekonomisinin sağlıklı işlemesi için en temel gereksinimlerden biri olan kurumsal sermaye birikimini yaratmak ancak bu yolla mümkün olabilir.

Örneğin, dünyada 23 trilyon dolar seviyesinde olan Yatırım Fonları toplam büyüklüğü Türkiye'de 26 milyar YTL düzeyindedir. Bu karşılaştırma bize sektörümüzün henüz gelişme sürecinin başında olduğunu ve aynı zamanda çok ciddi bir büyüme potansiyeli bulunduğunu da açık bir şekilde ortaya koymaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çalışmaları son aşamaya gelen yeni Sermaye Piyasası Kanunu, önümüzdeki dönemde sektörümüzün daha hızlı ve sağlıklı büyümesini sağlayacak ve ihtiyacımız olan birçok yeni açılımı da beraberinde getirecektir.

Derneğimizin diğer faaliyet alanlarından biri de bildiğiniz gibi sektörel bazda ulusal ve uluslararası konferanslar düzenlemektir. 28 Mart 2008 tarihinde düzenlediğimiz "Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar" konulu konferansımızın sizlere faydalı olduğu inancındayız. Burada; katılımı ve desteği için Sermaye Piyasası Kuruluna, Koç Üniversitesi İşletme Enstitüsüne, organizasyonu başarıyla gerçekleştiren Visitur'a ve konferansa katılan tüm üyelerimize ayrıca teşekkür ederim.

Ülkemizde kurumsal ve bireysel yatırımcı tabanını genişletmeyi misyon edinen ve Kolektif Yatırım Araçları endüstrisini geliştirmek amacıyla sektör içinde ve ayrıca kamu otoritesi ile yakın çalışmalar yapan TKYD'nin çıkardığı bu ilk sektörel yayının siz değerli okuyucularımıza katkıları olacağı inancındayız. 3 ayda bir yayınlanacak olan Kurumsal Yatırımcı'nın ilk sayısını yayınlarken, bizlere yol göstermesi açısından her konuda görüş ve önerilerinizi bekliyoruz.

Hepinize tekrar merhaba diyor ve saygılar sunuyorum.

Gür Çağdaş
Başkan



Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Başkanı

“Ülkemizde kurumsal ve bireysel yatırımcı tabanını genişletmeyi misyon edinen ve yatırım fonu endüstrimizi geliştirmek amacıyla sektör içinde ve kamu otoritesi ile ortak çalışmalar yapan TKYD'nin çıkardığı bu ilk sektörel yayının siz değerli okuyucularımıza katkıları olacağı inancındayız.”

kurumsal yatırımcı

Türkiye Kurumsal Yatırımcı
Yöneticileri Derneği
adına İmtiyaz Sahibi
Gür Çağdaş

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü
Tülin Özaydın

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

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

Reklam Müdürü
Selin Sözer

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

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

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

Baskı
Mart Matbaacılık
Tel: 0212-321 23 00

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

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

İÇİNDEKİLER

4 SEKTÖRDEN HABERLER

6 SPK BAŞKANI'NDAN

Kurumsal Yatırımcı ve Sermaye Piyasası / Doç. Dr. Turan EROL

8 İMKB BAŞKANI'NDAN

Kurumsal yatırımcıların Türk sermaye piyasasının gelişimindeki rolü /
Hüseyin ERKAN

KAPAK KORUMALI FONLAR

12 Anapara Korumalı/Garantili Fonlar
(Yapılandırılmış Fonlar) Dünyası
Jeroen VERSTRAETE

14 Türkiye'de ilk %100 Ana Para Koruma
Amaçlı Fonları, 2007 sonunda halka arz
eden bankaların Portföy Yönetimi Şirketleri
fonlar hakkındaki sorularımızı cevaplandırdı.

17 EKONOMİST GÖRÜŞÜ
Serhat GÜRLEYEN /Küresel piyasalar

20 FON YÖNETİMİ

- YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU

- GARANTİ BANKASI A.Ş. B TİPİ UZUN BONO ENDEKSİ FONU (GARBO UZUN)

24 TKYD
DÜNDEN BUGÜNE

TKYD Kurucusu ve TKYD'nin Onursal Üyesi Yusuf Ziya
Toprak, derneğin kuruluşu ve yatırım fonlarının ilk günlerine
ilişkin anılarını bir sohbet toplantısında bizlerle paylaştı.



- 28 BİREYSEL EMEKLİLİK**
Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) / Gökhan DERELİ
- 30 YATIRIM ORTAKLIKLARI**
NEden Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı? / Ömer Faruk ÇELİK
- 34 ÇALIŞMA GRUPLARI**
Sınıflandırma ve Derecelendirme Çalışma Grubu
/ Didem Gordon
- 37 YORUM**
Olası Bir Krize Karşı Kurumsal Yatırımcılardan Yararlanma
/ Mahfi EĞİLMEZ
- 38 YORUM**
Psikoloji ve Finans Buluşabilir mi? Daniel Kahneman Etkisi
/ Belma ÖZTÜRKAL
- 40 FON DÜNYASI**
- Fidelity Magellan'ın dönüşü
- Bill Miller bu kadar şanslı olabilir mi?
- Kuşkuyla bakılan can simidi: Devlet Varlık Fonları



- 48 KONFERANS**
Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar



- 32 RİSK YÖNETİMİ**
Global Kriz ve Risk Yönetiminin Geleceği / Burak Saltoğlu

- 45 EFAMA**
EFAMA Gündemi
Derleyen: Cenk AKSOY
- 52 HEDGE FONLAR**
Hedge Fonların Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Çalışma / Alp KELER
- 55 KONFERANS AJANDASI | 2008**
- 56 YATIRIMCI KİTAPLIĞI**
- Hedge Cambazları, Altının Gücü, A Bull in China
- 2007'nin En İyi Kitapları
- 60 KYD ENDEKSLERİ**
- 61 SEKTÖR VERİLERİ**

SPK Haftalık Bültenlerinden derlenmiştir.

07/01/2008–11/01/2008

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

1. Finansbank A.Ş. Sentez A Tipi Fon Sepeti Fonu ve Sentez B Tipi Fon Sepeti Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.
2. Finansbank A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

ÖZEL DURUMLAR

Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin 1.000.000 YTL ödenmiş sermaye ile kuruluşuna ilişkin esas sözleşmenin uygun görülmesine karar verilmiştir.

14/01/2008–18/01/2008

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

1. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. B Tipi Kurumsal Değişken Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

28/01/2008–01/02/2008

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

1. Türk Ekonomi Bankası A.Ş. A Tipi BRIC Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

DUYURU

Portföy yönetim şirketlerine ilişkin olarak; Yalnızca kurumsal portföy yönetmek üzere kurulan portföy yönetim şirketleri hariç olmak üzere mevcut durumda Kurulumuzdan portföy yöneticiliği yetki belgesi almış olan portföy yönetim şirketlerinin 28.01.2008 tarihinden itibaren 1 yıl içerisinde Seri:V, No: 59 sayılı "Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği"nin 8. maddesinin birinci fıkrasının (d) bendi kapsamında bir portföy saklama kuruluşu ile sözleşme imzalamasının zorunlu tutulmasına karar verilmiştir.

ÖZEL DURUMLAR

ÖZEL DURUMLAR

T. İş Bankası A.Ş.'nin (Banka) Kurulumuzun Seri:V, No: 59 sayılı "Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği"nin (Tebliğ) 18. maddesi çerçevesinde portföy yönetim şirketlerinin bireysel portföy yönetimine konu varlıklarının saklanması konusunda portföy saklama kuruluşu olarak faaliyet gösterebilmek için Kurulumuza yaptığı başvurunun değerlendirilmesi neticesinde; Bankanın portföy saklama kuruluşu olarak faaliyet göstermesine izin verilmiştir.

04/02/2008–08/02/2008

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

1. T.C. Ziraat Bankası A.Ş. A Tipi Değişken Değer Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.
2. T.C. Ziraat Bankası A.Ş. B Tipi Büyüme Amaçlı Tahvil ve Bono Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

YENİ FAALİYET İZNI

Akbank T.A.Ş.'nin portföy yönetim şirketlerinin bireysel portföy yönetimine konu varlıklarının saklanması konusunda portföy saklama kuruluşu olarak faaliyet göstermesine izin verilmiştir.

11/02/2008–15/02/2008

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

1. Türkiye İş Bankası A.Ş. B Tipi İMKB 30 Endeksinin Düşeceğini Öngören Yatırımcılara Yönelik %100 Koruma Amaçlı Yatırım Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.
2. Türkiye İş Bankası A.Ş. B Tipi İMKB 30 Endeksinin Yükselineceğini Öngören Yatırımcılara Yönelik %100 Koruma Amaçlı Yatırım Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

3. Türkiye Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi Platin Tahvil ve Bono Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

4. HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Aktif Yönetimli Koruma Amaçlı Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

18/02/2008–22/02/2008

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

1. Akbank T.A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Üçüncü Yatırım Fonu kayda alınmasına karar verilmiştir.

YENİ FAALİYET İZİNİ

Oyakbank A.Ş.'nin Seri:V, No:59 sayılı "Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği"nin 18. maddesi çerçevesinde portföy yönetim şirketlerinin bireysel portföy yönetimine konu varlıklarının saklanması konusunda portföy saklama kuruluşu olarak faaliyet göstermesine izin verilmiştir.

03/03/2008–07/03/2008

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

1. HSBC Bank A.Ş. %100 Anapara Koruma Amaçlı Kırmızı Yatırım Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

2. Türkiye Garanti Bankası A.Ş. B Tipi Garanti Bankası Uzun Bono Endeksi (GARBO-Uzun) Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

3. Fortis Bank A.Ş. B Tipi Özel Bankacılık Değişken Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

4. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. B Tipi %100 Anapara Garantili Birinci Yatırım Fonu (Birinci Fon) katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

5. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. B Tipi %100 Anapara

Garantili Gökkuşluğu Yatırım Fonu (Gökkuşluğu Fonu) katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

ÖZEL DURUMLAR

1-Standard Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.'ye faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılanmıştır.

2-İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Yönetim Kurulu'nun 17.01.2008 tarihli toplantısında, "İMKB Endekslerini finansal ürünlerinde kullanan ve/veya kullanmak isteyen kuruluşlar ile İMKB arasında İMKB Endeksleri Lisans Sözleşmesi imzalanmasına karar verilmiştir.

17/03/2008–24/03/2008

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

1. Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gruplara Yönelik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

24/03/2008–28/03/2008

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

1. Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Grup Emeklilik Yatırım Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

2. Oyak Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu katılma paylarının kayda alınmasına karar verilmiştir.

YENİ FAALİYET İZİNLERİ

1. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 30 milyon YTL başlangıç tutarlı "İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Arbitraj Serbest Yatırım Fonu"nun kuruluşuna izin verilmiştir.

2. Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin, 500.000.000 YTL başlangıç tutarlı "Türkiye Garanti Bankası A.Ş. Serbest Fonu"nun kuruluşuna izin verilmiştir.



Doç. Dr. Turan EROL
SPK Başkanı

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

Kurumsal Yatırımcı ve Sermaye Piyasası

Ekonominin her alanında olduğu gibi, kalkınmada ihtiyaç duyulan orta ve uzun vadeli fonların teminini sağlayan sermaye piyasaları da küresel rekabetten etkilenmektedir. Bugün küresel sermaye piyasalarının büyüklüğü 160 trilyon \$ seviyesini aşmış, başta gelişmiş ekonomilerde olmak üzere birçok ülkedeki yatırımların kredilerle birlikte en önemli finansman kaynağını oluşturmuştur.

Halen “gelişmekte olan” sıfatını taşımakla birlikte, sermaye piyasalarıımız, enstrümanlarıyla, kurumlarıyla, pazarlarıyla ve yasal altyapısıyla birçok ülke sermaye piyasalarıyla boy ölçüşebilecek, örnek ve önder olabilecek bir konuma gelmiş ve dünyanın sayılı piyasaları arasında seçkin yerini almıştır.

Sermaye piyasalarımızın bu aşamaya gelmiş olmasında kurumsal yatırımcılar önemli görevler üstlenmiştir. Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarına yaptığı katkı sadece finansal araçların profesyonel anlayışla yönetimi ile sınırlı bulunmamaktadır. Bunun yanı sıra

gayrimenkul yatırımları gibi doğrudan büyümeyi sağlayan alanlardaki rolü de yadsınamaz boyuttur.

Sektördeki gelişmelere bakıldığında, 2002 yılında yaklaşık 10 milyar YTL olan yatırım fonları toplam portföy büyüklüğünün, bugün itibarıyla %160 oranında artışla 26 milyar YTL'yi aştığı görülmektedir. Yine 2002 yılında 1,5 milyon civarında olan yatırımcı sayısının mevcut durum itibarıyla ikiye katlanmış olması da, yatırım fonlarındaki büyümeyi açık bir şekilde ortaya koymaktadır. Ayrıca, hisse senetlerine doğrudan yatırım yapan yatırımcı sayısının yıllardır 1 milyon civarında, neredeyse sabit kalmasına karşılık fonlar aracılığıyla yatırım yapanların sayısındaki hızlı artış sermaye piyasalarımızın giderek kurumsallaştığının bir göstergesidir.

Öte yandan, nispeten yeni bir araç olmasına rağmen, bireysel emeklilik fonlarında katılımcı sayısı ve portföy değeri açısından çok belirgin gelişmeler yaşanmıştır. Sistemin hayata geçtiği 2004 yılı sonunda 200 bin olan katılımcı sayısı, bugünlerde 1,5 milyona; 300 milyon YTL olan portföy değeri de 4,7 milyar YTL'ye ulaşmıştır.

Diğer bir kurumsal yatırımcı grubu olan yatırım ortaklıkları da sürekli bir büyüme göstermiştir. 2002 yılında 1,3 milyar YTL tutarında olan yatırım ortaklıklarının portföy büyüklükleri son dönemde 4 milyar YTL'yi aşmıştır. Yatırım ortaklıkları içinde en büyük pay ise %80-85 arasında değişen ağırlıkla gayrimenkul yatırım ortaklıklarına (GYO) aittir. Konut finansmanı düzenlememizle birlikte çok hızlı bir büyüme yaşayan GYO sektörü sermaye piyasalarının derinleşmesinin yanı sıra gayrimenkul sektörümüzün kurumsallaşmasına ve kayıt altına girmesine de katkı yapmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ayrıca, uluslararası sermaye için önemli bir aktarım mekanizması oluşturmasını da beklemekteyiz.

Kurumsal yatırımcı tabanında yaşanan gelişim, piyasadaki ürün çeşitliliğinin artmasıyla daha da hızlanacaktır. Borsa yatırım fonları, serbest yatırım fonları, koruma amaçlı/garantili fonlar, fon sepeti fonları, konut finansmanı fonları, ipotek teminatl/iptoteğe dayalı menkul kıymetler gibi yeni araçların sermaye piyasamıza kazandırıl-

mış olması bu açıdan çok önemlidir. Mevcut durumda, altısı çeşitli hisse senedi endekslerini, biri DİBS, biri de altın endeksini baz alan 8 adet borsa yatırım fonu İMKB'de işlem görmektedir. Borsa yatırım fonlarının arzu edilen büyüklüğe ulaşmasının, yatırım ortaklıklarında yaşanan iskonto ve prim sorunlarına etkili bir çözüm getireceği düşünülmektedir.

Bir başka araç olan serbest yatırım fonlarının, kurumsal yatırımcıların sahip olduğu nitelikli uzman kadrolarını daha verimli kullanmasına imkan tanıyacağı beklenmektedir.

Garantili ve koruma amaçlı fonlar ise bir taraftan düşük risk profiline sahip tasarruf sahiplerinin taleplerini karşılarken, 6 aylık asgari vadeyle kurulabilmeleri nedeniyle uzun vadeli yatırımı da teşvik edecektir.

Fon sepeti fonları da, diğer yatırım fonlarının katılma paylarını portföylerine almak suretiyle değişik fon yönetim stratejilerinin sağladığı getiri avantajlarından yararlanılmasını amaçlamaktadır.

Birikimlerini uzun vadeli değerlendirmek isteyen tasarruf sahiplerinden toplanan paraların, konut finansmanı ve kamu altyapı yatırımlarının finansmanı gibi alanlarda yaşanan finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla değerlendirilmesine aracılık edecek yeni sermaye piyasası araçları, kurumsal yatırımcıların ülke ekonomisine katkılarını daha da ortaya çıkaracaktır.

Kurulumuzun 2 yıldır sürdürdüğü AB'ye uyumlu mevzuat çalışmalarında ise son aşamaya gelinmiştir. AB mevzuatına uyumlu yeni Kanun ile yatırım fonlarının açık uçlu hale getirilmesi, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının kurulması, kuruculara ilişkin kurum bazlı sınırlamaların kaldırılması, yönetici şirket ve portföy saklama kurumunun sorumluluklarının ayrıntılı olarak belirlenmesi yönünde değişikliklerin yapılması öngörülmüştür. Bunun sonucunda, hem piyasa şartlarına göre şekillenebilen kurumsal yatırım kuruluşlarının oluşmasının sağlanması, hem de ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının engellendiği, yatırımcıların daha iyi koşullarda, sektör katılımcılarının genişlediği rekabetçi bir piyasanın oluşturulması hedeflenmektedir.

Yatırım fonları ile başlayan ve ülkemizde 20 yıllık bir geçmişe sahip olan kurumsal yatırımcı sektörünün gelişimi amacıyla kurulmuş gönüllü bir örgüt olan Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin sektör standartlarını yükseltme yolundaki işbirliği ve koordinasyonu ile birlikte, bu piyasanın ihtiyaçlarına uygun düzenlemeleri hayata geçirmeye devam edeceğimizi umuyorum. Sektörün gelişimine yaptıkları ve yapacakları katkılar nedeniyle tüm Dernek yönetici ve çalışanlarını bu vesileyle kutluyor, başarılarının devamını diliyorum.



“ Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin sektör standartlarını yükseltme yolundaki işbirliği ve koordinasyonu ile birlikte, bu piyasanın ihtiyaçlarına uygun düzenlemeleri hayata geçirmeye devam edeceğimizi umuyorum. ”



Hüseyin ERKAN
İMKB Başkanı

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

Kurumsal yatırımcıların Türk sermaye piyasasının gelişimindeki rolü

Sermaye piyasalarının gelişimi ve ekonomik işlevlerinin yerine getirilmesi, kurumsal yatırımcıların varlığı ile doğrudan ilişkilidir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yatırımcılar, gerek yönettikleri portföyler aracılığıyla, gerekse menkul kıymetlerinin borsalarda işlem görmesi yoluyla sermaye piyasalarına olan ilgi ve talebin artırılmasına, sermaye piyasalarının sağlıklı bir şekilde gelişmesine önemli katkılar sağlamaktadır.

Türk sermaye piyasası açısından bakıldığında, kurumsal yatırımcılar yönettikleri portföyler aracılığıyla; tasarruf sahiplerine sermaye piyasası araçlarına yatırım yapma imkanını sağlayarak tasarrufların reel ekonomiye kazandırılmasını, portföy çeşitlendirmesi yoluyla da riskin dağıtılması ve yatırım maliyetlerinin düşürülmesini sağlamaktadır. Ayrıca, kurumsal yatırımcılar aracılığıyla uzun vadeli fonların önemli bir kısmının sermaye piyasalarına akması ve bu yolla sermaye piyasalarının derinlik ve istikrar kazanması başarılabilmektedir. Bu kapsamda, ülkemiz sermaye piyasalarında faaliyet gösteren portföy yönetim şirketleri, emeklilik yatırım fonları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, borsa yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, yabancı yatırım fonları gibi kurumsal yapılanmaların sayısının artması, yatırımcı tabanının bireysel bazdan kurumsal baza kayması suretiyle daha sağlam

bir yapının şekillenmesine ve yatırımcıların yatırım tercihlerini daha etkin bir risk-getiri analizine dayanarak yapmasına zemin hazırlayacaktır.

Türk sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların, 2006-2007 yıllarındaki net aktif değerlerindeki değişime bakıldığında, ABD Doları bazında portföy değerlerinin kurumsal yatırımcı grupları itibarıyla %38 ile %96 (bireysel emeklilik fonları) arasında artış gösterdiği görülmektedir (Tablo 1). Portföy yönetim şirketleri, 26.651 Milyon ABD Doları (yönetilen toplam portföy değeri) ile en yüksek portföy değerine sahiptir. Bu şirketleri 22.508 Milyon ABD Doları ile menkul kıymet yatırım fonları ve 3.890 Milyon ABD Doları ile emeklilik yatırım fonları izlemektedir. 2007 yılında portföy değerlerindeki yüzdesel değişim itibarıyla en yüksek büyüme %96 ile emeklilik fonlarında, en düşük oranlı büyüme ise %38 ile menkul kıymet yatırım fonlarında gerçekleşmiştir.

Bu çerçevede, yabancı kurumsal yatırımcıların varlığı ve devamlılığı da ülkemiz sermaye piyasalarının güvenilirliği açısından önem taşımakta olup, yatırımcı tabanının genişlemesi ve uluslararası nitelikte sermaye akışı sağlanması açısından kritik öneme sahiptir. İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda yabancı kurumsal yatırımcıların önemli bir payı bulunmaktadır. Yabancı banka/aracı kurum veya şahıslar

Tablo.1 Türk Sermaye Piyasası Kurumlarına İlişkin Özet Bilgiler (2006-2007)

	Fon/Şirket/Ortaklık Sayısı			Portföy Değeri (Milyon \$)		
	2006	2007	% Değişim	2006	2007	% Değişim
Portföy Yönetim Şirketleri	19	19	0,00	18.259	26.651	45,96
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	289	297	2,77	16.291	22.508	38,16
Emeklilik Yatırım Fonları	102	104	1,96	1.984	3.890	96,07
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	11	13	18,18	1.756	2.471	40,72
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	30	33	10,00	382	591	54,71*
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (*)	2	2	0,00	90	149	65,56
Yabancı Yatırım Fonları	52	60	15,38	52	77	48,08

(*)Menkul kıymet yatırım ortaklıkları için net aktif değeri toplamıdır.

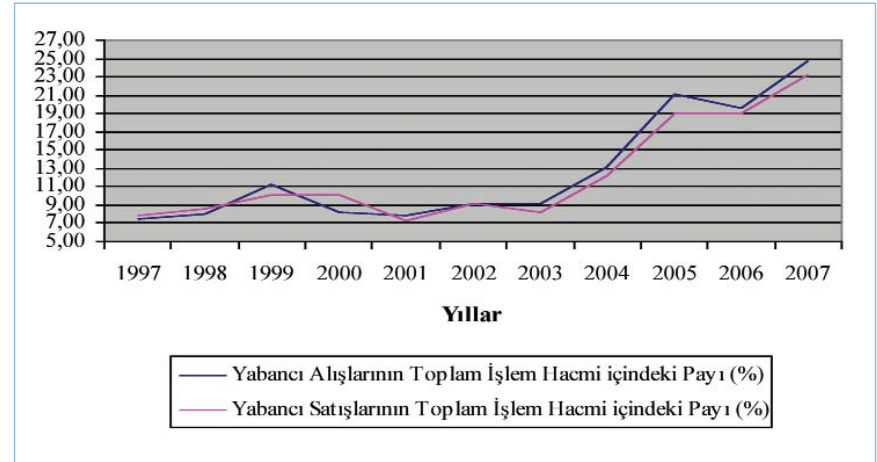
Kaynak: www.spk.gov.tr

nam ve hesabına gerçekleştirilen hisse senedi işlemlerinin ABD Doları bazında toplam işlem hacmi içindeki payı yıllar itibarıyla artış göstermiş olup, 2007 yılı sonu itibarıyla, yabancı alışlarının tutarı 74.338 Milyon \$'a, satışlarının tutarı ise 69.805 Milyon \$'a yükselmiştir. Bu tutarların İMKB toplam işlem hacmi içerisindeki payı ise sırasıyla %24,72 ve %23,20'dir (Grafik 1).

Buna ilaveten, Merkezi Kayıt Kuruluşu verilerine göre, 2007 yılı sonu itibarıyla, yerli tüzel kişi yatırımcıların hisse senetlerindeki portföy büyüklüğünün toplam içindeki payı %8,99 iken, yabancı tüzel kişilerin payı %39,67 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 2). Bu durum hem yabancı kurumsal yatırımcıların ülkemiz sermaye piyasasındaki artan önemini, hem de yerli kurumsal yatırımcılarımızın büyüme potansiyelini göstermesi açısından dikkat çekicidir.

Diğer taraftan, kurumsal yatırımcı statüsünde sayılan şirketlerin menkul kıymetlerinin Borsamızda işlem görmesi hem yatırımcılar için bu portföylerin performansının takip edilebilmesine imkan vermekte ve şeffaf piyasa koşullarında şirket hisselerinin/katılım paylarının alım satımının yapılabilmesini sağlamakta, hem de ülkemiz sermaye piyasaları açısından ürün çeşitliliği yaratmaktadır. 2007 yılı sonu itibarıyla

Grafik.1 Yabancı Banka/Aracı Kurum veya Şahıs Nam ve Hesabına Gerçekleştirilen Hisse Senedi İşlemlerinin İMKB Toplam İşlem Hacmi İçindeki Payı (ABD Doları bazında)



Kaynak: İMKB Yıllık Raporu 2007.

riyle menkul kıymetleri Borsamızda işlem gören kurumsal yatırımcılara ilişkin bilgiler Tablo 3'de yer almaktadır. Buna göre; sigorta şirketleri, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve borsa yatırım fonlarının sayısı toplam 50'ye ulaşmış durumdadır. Ayrıca, 12 adet gayrimenkul yatırım ortaklığının hisse senetleri İMKB'de işlem görmektedir. Tablo 3'den de görüleceği üzere, bu şirketlerin İMKB toplam işlem hacmi içindeki payları %5,88, toplam işlem miktarı içindeki payları %7,06, toplam

piyasa değeri içindeki payları ise %2,55'dir.

Tablo 3'de yer alan kurumsal yapılanmalar içinde, yatırım fonu katılma belgelerinin organize bir piyasada işlem görmesini ifade eden borsa yatırım fonları, özellikle son yıllarda oldukça hızlı bir büyüme göstermiş bulunmaktadır. Borsa yatırım fonları, yatırımcılara tüm pazara, bir sektöre veya bir endekse yatırım yapma, alım-satım esnekliği ve likidite kolaylığı, sürekli fiyatlama, şeffaflık, çeşitlendirme ve riskten korunma imkanları sunma

Tablo.2 Hisse Senedi Yatırımcı Profili (Aralık 2007)

Yatırımcı Kategorisi	Yatırımcı Sayısı	Toplam İçindeki Payı (%)	Hesap Sayısı	Toplam İçindeki Payı (%)	Portföy Değeri (YTL)	Toplam İçindeki Payı (%)
Yerli- Gerçek Kişi	930.735	99,01	1.029.224	99,00	17.409.550.306	15,44
Yerli-Tüzel Kişi	2.215	0,24	3.052	0,29	10.135.057.141	8,99
Yerli-Diğer	411	0,04	477	0,05	3.585.960.306	3,18
Toplam - Yerli	933.361	99,29	1.032.754	99,34	31.130.567.754	27,61
Yabancı-Gerçek Kişi	3.983	0,42	3.861	0,37	233.699.389	0,21
Yabancı-Tüzel Kişi	1.343	0,14	1.547	0,15	44.719.026.329	39,67
Yabancı-Diğer	1.360	0,14	1.462	0,14	36.647.451.527	32,51
Toplam-Yabancı	6.686	0,71	6.870	0,66	81.600.177.245	72,39
Genel Toplam	940.047	100,00	1.039.624	100,00	112.730.744.999	100,00

Kaynak:www.mkk.com.tr

Tablo.3 Menkul Kıymetleri İMKB'de İşlem Gören Kurumsal Yatırımcılara İlişkin Özet Bilgiler (31.12.2007)

	Şirket Sayısı	İşlem Hacmi (YTL)	İşlem Miktarı (Bin Adet)	Sözleşme Sayısı	Piyasa Değeri (YTL)
Borsa Yatırım Fonları	8	7.010.000.092	479.542	258.399	267.362.500
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	13	5.902.933.226	3.024.304	1.403.303	3.283.961.065
Sigorta Şirketleri	7	5.765.963.876	1.585.356	881.614	5.388.400.000
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	33	3.720.426.882	3.090.515	3.909.978	428.630.601
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	2	408.367.954	69.847	172.291	76.806.000
Toplam	63	22.807.692.030	8.249.564	6.625.585	9.445.160.166
İMKB Toplamı	326	387.777.420.378	116.824.185	48.340.407	360.116.280.126
Kurumsal Yatırımcıların İMKB Toplamı İçindeki Payları (%)	19,33	5,88	7,06	13,71	2,55

Kaynak:İMKB Yıllık Raporu 2007.

özelliklerinden dolayı gerek bireysel, gerekse kurumsal yatırımcılar için uygun bir yatırım alternatifi haline gelmiş durumdadır. Ülkemizde sermaye piyasasında borsa yatırım fonları katılma payları ilk kez 2005 yılında İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. 2007 yılı sonu itibariyle katılım payları İMKB'de işlem görmekte olan toplam 8 adet borsa yatırım fonu bulunmaktadır. Bu sayının önümüzdeki yıllarda daha da artması beklenmektedir. Sigortacılık sektöründe ise ülkemizde son yıllarda hızlı bir gelişme görülmele birlikte, uzmanlarca yapılan uluslararası karşılaştırmalarda, ülkemizde sigortacılık alanında büyük bir büyüme potansiyeli bulunmasına rağmen, bu gelişimin yetersiz olduğu ifade edilmektedir. Sigortacılığın gelişiminde primlerin verimli kullanımı ve fon yönetimi daha da büyük önem taşımaktadır. Sektörün büyümesi, ülkemiz sermaye piyasalarının gelişmesi açısından da önemli katkılar sağlayacaktır. Kurumsal yatırımcıların ülkemiz sermaye piyasasının gelişimi açısından

önümüzdeki günlerde daha aktif olmalarını beklediğimiz bir diğer konuda, halka açık şirketlerin kurumsal yönetim yapılarının geliştirilmesine sağlayacakları katkılardır. Geçmişte, şirketlerin performansının geliştirilmesine katılmaktansa hisse senetlerini satmayı tercih ederek, hissedar olarak haklarını kullanmayı ihmal eden kurumsal yatırımcılar, artık günümüzde şirketlerin kurumsallaşması sürecinde daha aktif bir rol üstlenmekte, bu kapsamda şirket yönetim kurullarını daha iyi performans göstermeleri için yönlendirebilmekte, yönetim kurulu üyelerinin ücretlerini sorgulayabilmekte, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerinden şirketin mali yapısı ile ilgili daha fazla şeffaflık ve daha büyük sorumluluklar talep edebilmektedirler. Bu kapsamda kurumsal yatırımcılar, artık yatırım yapacakları şirketlerde belirli birtakım "Kurumsal Yönetim İlkeleri"nin uygulanıp uygulanmadığını araştırmakta, yatırım yapmak istedikleri ülkelerdeki şirketlerin yönetim yapıla-

rının geliştirilmesine yönelik öneriler getirmektedirler. Benzer şekilde, ülkemizde de kurumsal yatırımcıların halka açık şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarının teşviki, geliştirilmesi ve yaygınlaştırılması konularında daha aktif rol almaya başlamaları ülkemiz sermaye piyasaları açısından büyük önem arz etmektedir. Özetle, ülkemiz sermaye piyasalarının gelişimi ve rekabet gücünün artırılmasında kurumsal yatırımcılarımıza önemli görevler düşmektedir. Yasal düzenlemeler çerçevesinde kuruluşları, faaliyetleri, hukuki yapıları ve yatırım imkanları doğru ve yeterli biçimde düzenlenmiş bir kurumsal yatırımcı tabanının güçlenerek büyümesi için sermaye piyasamızın tüm katılımcıları arasında oluşturulacak etkin bir işbirliği bu açıdan büyük önem arz etmektedir. Ancak böyle bir ortamda kurumsal yatırımcılarımız üstlendikleri fonksiyonları tam olarak yerine getirebilecekler ve ülkemiz ekonomisine de sağlıklı bir yapı kazandırılmasına katkıda bulunabileceklerdir.

Bilgi ve deneyimin değeri ölçülemez, ancak...



Engin deneyimimiz ve güçlü bilgi birikimimiz ile varlıklarınıza kattığımız değeri ölçebilirsiniz. Öncü ve güvenilir şirket kimliğimizle müşterilerimizin varlıklarını minimum risk maksimum getiri felsefesi ile yönetmek için çalışıyoruz.

www.isportfoy.com.tr

Kurumsal yatırımcılara portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı

 **PORTFÖY YÖNETİMİ**



Jeroen VERSTRAETE

Fortis Portföy Yönetimi

Yapılandırılmış Ürünler EMEA Direktörü

Anapara Korumalı/Garantili Fonlar (Yapılandırılmış Fonlar) Dünyası

Yapılandırılmış fonlar genel olarak 'türev bazlı yatırım araçlarına yatırım yapan fonlar' olarak tanımlanırlar. Fakat bu ürünlerin asıl kabul görmüş tanımlaması 'başlangıç aşamasında ödeme şekli belirlenmiş, potansiyel getiri beklentisi içeren ve vadesi içinde anapara koruması sağlayan fonlar' olarak yapılmaktadır.

Anapara korumalı/garantili fonların genel yapısı iki ana bölümden oluşmaktadır; birinci bölüm anapara korumasını sağlayan sabit getirili menkul kıymetten (hazine bonusu, devlet tahvili veya repo), ikinci bölüm ise potansiyel yüksek getiriye sunan opsiyondan oluşmaktadır.

Yapılandırılmış fonlar portföy yönetimi sektöründe oldukça yeni bir alandır ve 1990'lı yılların başında Avrupa kıtasında ilk sabit getirili ürüne bağlı yapılandırılmış fonlar oluşmaya başlamıştır. Bunu hızla hisse endeklerine bağlı yapılandırılmış fonlar izlemiş ve ayrı hisselere oluşan portföyler içeren yapılandırılmış fonlar 2002 yılından itibaren artan ilgiyle karşılaşmıştır. Korelasyonu düşük olan ürünlerin biraraya getirilmesi, özellikle hisse senedi portföyü ile farklı varlık sınıflarının veya hibrit ürünlerin birleştirilmesi sayesinde yapılandırılmış ürünler pazarı derinlik kazanmış ve hızlı bir gelişim göstermiştir. 2003 yılının ardından dünya piyasalarının yükseliş trendine girmesi nedeniyle bu gibi ürünler yatırımcıların ilgisini daha fazla çekmiş ve özellikle Avrupa piyasalarında bu ürünler en büyük sıçra-

mayı gerçekleştirmiştir. Çeşitli gözlemler bunu desteklemektedir:

- Uluslararası danışmanlık kuruluşu McKinsey'nin en son çalışmasına göre, 2004 yılında Avrupa'lı kurumsal yatırımcıların yapılandırılmış ürünlere gerçekleştirdiği net sermaye girişi, diğer yatırım araçlarına yapılan girişten daha yüksek olmuştur.
 - Avrupa'da yatırım fonları üzerine araştırma ve analizler yapan yayın kuruluşu FERİ'ye göre, 2005 yılının ilk yarısında Avrupa'da ihraç edilen her 10 fondan 5'i yapılandırılmış fon olmuş ve toplam 78 milyar Euro'luk fon ihracının %30'undan fazlasını bu fonlar oluşturmuştur.
 - Yeni yönetmelikler mesela UCITS III, türev araç kullanımının artmasını desteklemiştir.
 - Uzmanlaşmış yatırım şirketleri sadece yapılandırılmış ürünlere odaklanması için kurulmuş ve bu şirketler kısa sürede toplam 100 milyar Euro'luk büyüklüğe ulaşmışlardır. (Ör: Lyxor ve Cazam)
- Bu önemli gelişimin nedeni; Bireysel ve kurumsal yatırımcıların çoğu 1999-2002 yılları arasında yaşanan ayı piya-

“Yapılandırılmış fonların aşırı esnekliği ve bu fonlara yatırımcıların daha kolaylıkla erişebilme imkanları bütün dünyada yapılandırılmış fonların yavaş yavaş yaygınlaşmasını sağladı ve böylece bu fonlar yeni bir yatırım aracı olarak ortaya çıktı.”

“ En son gelişmelerle yapılandırılmış fonlar piyasası kayda değer bir hacme ulaşmış ve büyüyen bir sektör haline gelmiştir. 2006 yılının sonunda Avrupa yapılandırılmış ürünler piyasası 150 milyar Euro büyüklüğün üstüne çıkmış ve her yıl %10 büyümeye kaydetmiştir. ”



rasında ciddi zarar ettiler ve bu dönemde bu yatırımcıların risk alma alışkanlıkları değişti. Yaşanan bu durum bir ikilem yarattı: yüksek getiriye duyulan ihtiyaç yüksek risk almayı gerektiriyordu fakat yatırımcıların risk alma isteği yoktu. Klasik yatırım araçları bu ikilemi çözemiyordu ve yapılandırılmış ürünler yani korumalı/garantili fonlar bu geçişi sağlayan ürünler olarak önplana çıkmaya başladı. Yapılandırılmış fonların aşırı esnekliği ve bu fonlara yatırımcıların daha kolaylıkla erişebilme imkanları bütün dünyada yapılandırılmış fonların yavaş yavaş yaygınlaşmasını sağladı ve böylece bu fonlar yeni bir yatırım aracı olarak ortaya çıktı.

Dünya genelinde Avrupa bankalarından Asya ve Amerika'ya yayılan bilgi akışı ürünler arasında bazı benzerlikleri de beraberinde getirdi. Bu benzerlikler;

- Varlık sınıflarının gruplandırılması: Çeşitlendirilmiş hisse senetleri, gelişmekte olan piyasalar odaklı ürünler (risk almadan sağlanan yüksek getiri imkanları), gayrimenkul, emtia, egzotik ürünler
- Yerli para biriminin genelde hedge edilmesi.
- Kısa vade yapısının tercih edilmesi (özellikle Asya ve EEMEA-Eastern Europe, Middle East and

Africa Region - Doğu Avrupa, Ortadoğu ve Afrika Bölgesi)

- Minimum getiri sağlanması. (vade sonunda ya da dönem içerisinde yatırımcıya ödenen kuponlar)
- Benzer coğrafyalarda ve vergi rejimine sahip ülkelerde ufak farklarla aynı ürün yapılarının kurulması.
- Avrupa Birliği kanunlarına adaptasyon nedeniyle yeni kanunlar oluşturulması ve artan standardizasyon (standardizasyon yabancı yatırımcılar için global yatırımları daha cazip ve etkileyici hale getirdi)

Bu en son gelişmelerle yapılandırılmış fonlar piyasası kayda değer bir hacme ulaşmış ve büyüyen bir sektör haline gelmiştir. 2006 yılının sonunda Avrupa yapılandırılmış ürünler piyasası 150 milyar Euro'luk büyüklüğün üstüne çıkmış ve her yıl %10 büyümeye kaydetmiştir. (Büyüme ağırlıklı olarak gelişmekte olan Avrupa ülkelerinden gelmektedir). Asya'da piyasa büyüklüğü 60 milyar Euro'luk kadardır ve bu büyüklüğün çoğu Japonya'dan kaynaklanmaktadır ama diğer Asya ülkeleri de son dönemde Japonya'yı yakalamak üzeredir. Amerikan kanunları 2003-2004 yıllarında bu tip ürünler için

değiştirilmiş ve piyasa büyüklüğü hızla 100 milyar ABD Dolar'ına ulaşmıştır.

Türkiye'de SPK'nın 25/05/2007 tarihinde resmi gazetede yayınlanan tebliği uyarınca ilk anapara koruma amaçlı fonlar Kasım/Aralık ayında kurulmuş ve halka arzı gerçekleşmiştir. Özellikle risk almaya sevmeyen ama belirli bir getiri beklentisi içinde olan Türk yatırımcıları bu ürünlere ilgi göstermiş, hatta bazı ürünlere halka arzdan daha fazla talep gelmiştir. İlk ürünlerde ortaya çıkan en önemli konular; bu ürünlerin piyasada farklı bir varlık sınıfı ve ürün olarak algılandığı, yatırımcıların daha çok kısa vadeli (6 ay, 1 yıllık) ürünlere ilgilerinin yüksek olduğu, kupon ödemesi gibi sabitlenmiş bir takım getirilerin yatırımcı ilgisini artırdığı, farklı varlık sınıfları arasında yüksek getirisi olan ürünün yatırımcıya sunulmasının yatırımcılar tarafından tercih edildiği gözlemlenmiştir. Bugüne kadar Fortis, Akbank ve Teb'in 2'ser adet korumalı fon ihraç ettiği piyasada, bu ürünler yavaş yavaş yer etmeye başlamış ve yaklaşık 85 milyon YTL'lik bir büyüklüğe kısa bir sürede ulaşmıştır.

Yeni halka arzlarla birlikte ve faizlerin düşmesinin etkisiyle bu tarz ürünlerin toplam yatırım fonu piyasasının birkaç yıl içerisinde %20'sini oluşturacağı beklenilmektedir.

Türkiye’de ilk %100 Ana Para Koruma Amaçlı Fonlar, 2007 sonunda halka arz edildi. Fortis Portföy Yönetimi, Ak Portföy Yönetimi ve TEB Portföy Yönetimi Şirketleri, fonlar hakkındaki sorularımızı cevaplandırdı.

FORTIS PORTFÖY YÖNETİMİ

1. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonlarının diğer finansal ürünlerden farklılıkları nelerdir? Bu ürünlerle birlikte ne gibi yenilikler gelecek? Ürünleriniz ve şuanaki satış rakamları konusunda detay verir misiniz?

Bu fonların en önemli özelliği vadesi sonunda anapara koruması sağlamasıdır. Yani, vade sonuna kadar bekleyen yatırımcılar kötü piyasa koşullarından hiç bir şekilde etkilenmeden ana paralarını alabileceklerdir. Buna ek olarak, ürünün yapısına bağlı olarak bu ürünler yatırımcıya vadesi içinde belirli bir kupon getirisini de sunabilmektedirler. Ayrıca bu gibi fonlar yatırım fonu oldukları için yatırımcılarına bir takım vergi avantajlarını da sunmaktadır. Bu ürünler sayesinde yatırımcıların vade yapısı uzayacak ve düşük risk algısına sahip yatırımcılar getiri potansiyeli yüksek olan ve bunun yanında ana para kaybetme riski olmayan yepyeni bir ürüne yatırım yapma fırsatı bulacaklardır. Yatırımcılar en kötü ihtimalle anaparalarını koruyacaklar ve ürünün yapısına göre çeşitli kupon ödemeleri de alacaklardır. Fortis Portföy olarak 6 aylık ve 2 yıllık ilk korumalı fonlarımızı Kasım sonu Aralık başında halka arz ettik. Bu fonlarımızdan 6 aylık ürünümüzün 30 milyon YTL’lik sermayesinin tamamı satıldı ve hatta sermayesinin üzerinde bir talep geldi. Türkiye için uzun sayılabilecek 2 yıllık ürünümüzde de gene başarılı bir satış gerçekleştirerek yaklaşık 6,5 milyon YTL’lik bir rakama ulaştık. Türkiye’de ilk kez çıkan bir ürün için bu rakamlar oldukça başarılı rakamlar olup, bu ürünlerin önümüzdeki dönemde sektörde ve yatırımcılar nezdinde yüksek kabul göreceğinin sinyallerini vermektedir.

“ Belçika’da her ay 4-5 yeni fon yaratarak yatırımcılarımıza sunuyoruz. Her bir fon için farklı bir enstüman, farklı bir vade ve farklı bir ödeme planıyla değişik risk gruplarındaki yatırımcılara ulaşıyoruz. Türkiye’de de hedefimiz ilk aşamada her iki ayda bir yeni bir ürün ile yatırımcılarımızın karşısına çıkmak. ”

2. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonların hedef kitlesini ne tip yatırımcılar oluşturacak?

Bu fonlarda oldukça yüksek bir uluslararası ekspertize sahibiz. Dünya’da birçok gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda bu ürünlerin satışını gerçekleştiriyoruz Her ülkede birbirinden farklı ekonomik koşulların ve yatırım alışkanlıklarının olmasını göz önüne alarak, o ülkeye has farklı ürün çıkarıyoruz. Bize göre ülkemizde, garantili ve koruma amaçlı fonlar öncelikle düşük risk profiline sahip ve çoğunlukla likit enstrümanlara yatırım yapan yatırımcıların ilgisini çekecektir. Ancak zaman içerisinde, biz daha yüksek risk istahı olan yatırımcılar için de ürün yelpazemizi genişletmeyi planlıyoruz. Örneğin Belçika’da her ay 4-5 yeni fon yaratarak yatırımcılarımıza sunuyoruz. Her bir fon için farklı bir enstüman, farklı bir vade ve farklı bir ödeme planıyla değişik risk gruplarındaki yatırımcılara ulaşıyoruz. Türki-

ye’de de hedefimiz ilk aşamada her iki ayda bir yeni bir ürün ile yatırımcılarımızın karşısına çıkmak.

3. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonları’nın önümüzdeki dönemde, Türkiye yatırım fonu piyasasındaki ağırlığının ne olacağını düşünüyorsunuz?

Korumalı fonların 2-3 yıllık dönemde Türk fon pazarında 2 milyar ABD Dolar’ına varan bir büyüklüğe ulaşacağını düşünüyoruz. Önümüzdeki 5 yıl içerisinde de fon pazarının %20’sinin bu ürünlerden oluşacağını bekliyoruz. Ayrıca bu gibi ürünlerin Türk yatırımcısının yatırım ve risk alışkanlıklarına uygun olması, birçok farklı fırsat sunması gözönüne alındığında, yatırımcıların portföylerinin %25’ine kadarlık kısmını bu ürünlere yatırım yapabileceklerini düşünüyoruz.

4. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonlarında Türkiye’de ulaşmayı hedeflediğiniz büyüklük nedir?

Her piyasanın kendi dinamikleri olduğunu ve kendine özgü bir hızla büyüdüğünü düşünüyoruz. Biz ilk ürünlerden sonra Türkiye’deki potansiyeli daha iyi görme fırsatını yakaladık. Gerçekten bu ürünlere beklentimizin üzerinde bir ilgi var ve bu da ilk satış rakamlarımıza yansımış durumda. Yönettiğimiz varlıklar içerisinde sadece bir ihraç ile %7 civarında bir büyüklüğe ulaşan korumalı fonların önümüzdeki dönemde ağırlığını arttırmasını ve yönettiğimiz varlıklar içerisinde %25-%30’lar seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Bu konuda uluslararası alandaki ekspertizimiz ile sektörde farklılaşacağımızı ve ön plana çıkacağımızı inanıyoruz.

5. Anapara Korumalı ve Garantili yatırım fonlarının arasındaki temel farklar nelerdir? Anapara Korumalı ve Garanti yatırım fonlarının vade seçenekleri neler olacak? Bu ürünler için en uygun vade nedir?

Temel olarak 2 tip yatırım fonu birbirine benzemektedir. Garantili fonlarda ekstra garantör banka devreye girmektedir ancak ekstra garantörün devreye girmesi yatırımcı açısından maliyetleri artırmaktadır. Avrupa'da işlem kolaylığı ve düşük maliyet nedeniyle daha çok korumalı fonlar ön plana çıkmaktadır. Bu tip ürünlerin en önemli özelliği çok çeşitli vadelerde düzenlenebilmesidir. Avrupa örneğinde minimum vadeler 1,5 yıldan 15 yıla kadar çıkabilmektedir. Türkiye'de şu aşamada

yatırımcıların mevcut yatırım alışkanlıkları gözönüne alındığında, yatırımcılar için cazip olabilecek ürünler genel olarak kısa vadeli ürünler olacaktır. Vade uzadıkça fonun sunabileceği cazip getirilerde artmaktadır ve bu nedenle bu ürün için uygun bir vade tanımlamanın doğru olmadığını düşünüyoruz. Fortis Portföy olarak başlangıç aşamasında ve faiz düzeyinin yüksek olduğu bu dönemde, yatırımcıların 6 ay ile 2 yıl arasında çıkacak ürünlere sıcak bakacağını düşündük ve ilk ürünlerimizi bu vadelerde tasarladık.

6. Türkiye'deki bireysel yatırımcıları risk iştahı açısından Avrupa'daki yatırımcılarla karşılaştır mısınız?

Türkiye'de reel faizlerin yüksek olması nedeniyle likit fonlar yatırım amaçlı

ürün olarak değerlendirilmektedir. Avrupa'da ise yatırımcılar, faizlerin düşük olmasından dolayı risklerini dağıtmak ve daha yüksek getiriler elde edebilmek için yatırımlarını daha fazla çeşitlendirmekte ve belli bir risk alarak getirilerini yükseltebilecek ürünlere yönelmektedirler. Türkiye'de bu yeni ürünlerin ortaya çıkmasıyla yatırımcıların, getiriye farklılaşma yaratmak için risk almadan biraz daha vadelerini uzatacaklarını düşünüyoruz. Yeni ürünlerin risksiz ürünlerden riskli ürünlere geçişi sağlayacağına inanıyoruz. Türkiye'de de faizlerin düşmesi ile beraber, yatırımcılar yavaş yavaş dünyada olduğu gibi B Tipi Likit fon dışındaki fonlara ve bu yeni ürünlere yöneleceklerdir.

AK PORTFÖY YÖNETİMİ

1. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonlarını diğer finansal ürünlerden farklılıkları nelerdir? Bu ürünlerle birlikte ne gibi yenilikler gelecek? Ürünleriniz ve şuanki satış rakamları konusunda detay verir misiniz?

Bu ürünlerin temel farklılığı geleneksel enstrümanlara sıkışıp kalan yatırımcılara daha önce yatırım yapamadığı yatırım araçlarının getirilerine yeni asimetrik getiri profilleri ile ulaşma imkanı sağlamasıdır. Bu ürünlerle birlikte riskli yatırım araçlarına yatırım yapmaktan çekinen yatırımcılar ana paralarını koruyarak tek taraflı riskler alabilecekler.

2007 yılı Aralık ayında yaptığımız halka arzlarda iki ürünü yatırımcılarımıza sunduk. Akbank B tipi Anapara Koruma Amaçlı Birinci Yatırım Fonu, İMKB-30 endeksinin düşmesinden getiri sağlamayı amaçlayan bir fon olarak yatırımcılarımıza sunulmuştur. Akbank B tipi Anapara Koruma Amaçlı İkinci Yatırım Fonu ise Türkiye'de ilk defa İMKB-30 endeksi ve Dolar-YTL kurundan hangisi daha iyi getiriyorsa onun getirisini belli bir iştirak oranı ile yatırımcıya sunmayı

amaçlamıştır. Her iki fonda yatırımcılarımıza yaklaşık 26 m'n YTL'lik satış gerçekleştirildi.

2. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonların hedef kitesini ne tip yatırımcılar oluşturacak?

Hedef kitlemizi Türkiye'deki tüm tasarruf sahipleri olarak belirledik. Özellikle Türkiye'deki tasarruf dağılımını düşündüğümüzde ana hedef kitesinin kısa vadeli mevduatta park etmiş olan risk almaktan çekinen yatırımcılar olduğunu söyleyebiliriz. Bu yatırımcılar, anapara korumalı ürünlerimiz sayesinde, vadelerini biraz arttırarak bu tarz ürünlerin getirilerinden yararlanma fırsatı yakalayacaklar.

3. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonları'nın önümüzdeki dönemde, Türkiye yatırım fonu piyasasındaki ağırlığının ne olacağını düşünüyorsunuz?

1-2 yıllık dönemde toplam pazarın yaklaşık %20 sini oluşturmasını bekliyoruz. Diğer benzer süreçlerden geçmiş ülkelerle karşılaştırdığımızda muhafazakar bir oran olduğunu söyleyebiliriz.

4. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonlarında Türkiye'de ulaşmayı hedeflediğiniz büyüklük nedir?

Bu segmentte %20-%25 Pazar payı hedefliyoruz.

5. Anapara Korumalı ve Garantili yatırım fonlarının arasındaki temel farklar nelerdir? Anapara Korumalı ve Garanti yatırım fonlarının vade seçenekleri neler olacak?

Temel farklılık garantili fonların koruma hedefini gerçekleştirmek için fonun içinden ayrıca bir garanti bedeli ödeyerek fonun ana para koruma yapısını garantili hale getirmesidir. Vade seçenekleri olarak 6 aydan başlayarak çok daha uzun vadelere gidilebileceğini düşünüyoruz. Her ürünün özelliklerine bağlı olarak yatırımcıların kendisini rahat hissedebileceği bir vade yapısı ortaya çıkacaktır.

6. Türkiye'deki bireysel yatırımcıları risk iştahı açısından Avrupa'daki yatırımcılarla karşılaştır mısınız?

Türkiye'deki yatırımcıların risk iştahı, gerek ABD-İngiltere gibi risk almayı seven yatırım kültürü, gerekse Avrupa gibi faha konservatif bir yatırım kültürü ile kıyaslandığında çok daha düşük.

TEB PORTFÖY YÖNETİMİ

1. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonlarını diğer finansal ürünlerden farklılıkları nelerdir? Bu ürünlerle birlikte ne gibi yenilikler gelecek? Ürünleriniz ve şu anki satış rakamları konusunda detay verir misiniz?

Koruma amaçlı fonların diğer konvansiyonel yatırım fonlarından en önemli farkı, anapara koruması sağlamaları ve yatırımcının anaparasından herhangi bir kayba izin vermemesidir. İkinci bir husus ise, kapalı uçlu olmaları sebebiyle süreli olmalarıdır. Bu ürünlere yatırım yapan yatırımcı, anapara korumasını ve formülüze edilen getiriyi ancak vade sonunda elde edecektir. Fonlar, en az ayda iki kere fiyat açıklamakta ve yatırımcılara erken çıkış imkanı tanımakla birlikte, bu fonlarda esas olan vade sonuna kadar yatırım yapmaktır.

Bir diğer önemli fark, bu ürünler, opsiyonlardan ve hazine bonusu, repo gibi yatırım araçlarından oluşan kompozit tek ürün haline getirilmiştir. Söz konusu opsiyonları yurt içindeki ve yurt dışındaki değişik endeksleri baz alarak yapılandırmak mümkündür. Bu sayede, yatırımcılara konvansiyonel yatırım fonlarıyla erişimi çok zor olan piyasalara ve stratejilere yatırım yapma imkanı sağlanmaktadır. Bu ürünler vasıtasıyla geleneksel yatırım araçlarının getiri yelpazesinin dışına çıkmak mümkün olduğu gibi koruma (hedge) amaçlı stratejiler oluşturmak da mümkün olacaktır.

TEB Portföy şu ana kadar iki tane Anapara Koruma Amaçlı fon ihraç etti. Bunlardan ilki, döviz yatırımcılarına yönelik olarak çıkarıldı. Fon, ABD doları ve Euro para birimlerindeki muhtemel değer artışını belli bir formül doğrultusunda müşterilerine yansıtan ve vade sonunda da ayrıca 2% kupon ödeyen bir stratejiye sahipti. İkinci fon ise İMKB30 endeksindeki değer artışını yatırımcılara yansıtan bir üründü. Bu fonlarda toplam 22 milyon YTL satış rakamına ulaşıldı.

“ Ürünlerin henüz yatırımcıya yabancı olması sebebiyle potansiyel yatırımcılarına çok iyi bir şekilde tanıtılması gerekmektedir. Öncelikle yüksek fon sahibi yatırımcılar ve daha sofistike kurumsal yatırımcılar ilgi göstermektedir. ”

2. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonların hedef kitlesini ne tip yatırımcılar oluşturacak?

Bu fonlar tüm bireysel ve kurumsal yatırımcılara açıktır. Ancak bu ürünlerin henüz yatırımcıya yabancı olması sebebiyle potansiyel yatırımcılarına çok iyi bir şekilde tanıtılması gerekmektedir. Dolayısıyla öncelikle yüksek fon sahibi yatırımcılar ve daha sofistike kurumsal yatırımcılar ilgi göstermektedir.

3. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonları'nın önümüzdeki dönemde, Türkiye yatırım fonu piyasasındaki ağırlığının ne olacağını düşünüyorsunuz?

Kısa vadede önemli bir ağırlık teşkil etmese de, endeks fonları, yabancı menkul kıymet fonları gibi özel fon türlerinin üzerinde piyasa payına çıkmasını bekliyoruz. (% 0,05 yabancı menkul kıymet fonu, % 0,72 endeks fonu var)

4. Garantili ve Koruma Amaçlı Yatırım Fonlarında Türkiye'de ulaşmayı hedeflediğiniz büyüklük nedir?

2008 yılında ulaşmayı hedeflediğimiz büyüklük 50 Milyon YTL seviyesidir.

5. Anapara Korumalı ve Garantili yatırım fonlarının arasındaki temel farklar nelerdir? Anapara Korumalı ve Garanti yatırım fonlarının vade seçenekleri neler olacak? Bu ürünler için en uygun vade nedir?

Anapara korumalı fonlarda yatırımcının anaparası, oluşturulan faiz mekanizmasıyla teknik olarak korumaya alınırken piyasada oluşacak. Burada faiz riski gibi piyasa riskleri olmasa da, kredi risklerine açık. (kullanılan ürünler aslında hazine bonusu ya da onların teminat olarak verildiği repolar olduğu sürece alınan risk TC Hazinesi'nin ödememe riskidir). Garantili fonlar da ise ayrıca portföy yöneticisi ve yatırımcı dışında 3. bir tarafın (mesela ihraççı) yazılı taahhüdü söz konusu, bu fon içindeki ürünlerde bir geri ödeyeme (default) durumu oluşması halinde yatırımcıya ilave bir garanti sağlıyor. Vade seçenekleri 6 ay ila birkaç yıla kadar değişebilir. Burada dayanak varlığın çeşidi de önemli, ancak yatırımcının daha yüksek katılım oranları ve getiri elde edebilmesi, sürenin mümkün mertebe uzun tutulması ile mümkün olacaktır. Türkiye'de yatırım ortamı bu uzun vadelere henüz alışık olmasa da, bu ürünlerle bu süreler de uzayacaktır.

6. Türkiye'deki bireysel yatırımcıların risk iştahı açısından Avrupa'daki yatırımcılarla karşılaştır mısınız?

Türkiye'de bireysel yatırımcılar, mevduat gibi çok temel bir yatırım ürünüyle bile çok yüksek getirilere ulaşabiliyorlar. TL faizlerinin yüksek seyri, finans piyasasında yüksek rekabetin sürmesi, yatırımcıları daha fazla risk alıp getiri artırma konusunda isteksiz kılıyor. Gelişmiş ülkelerde ise düşük faiz oranları, yatırımcıları daha yüksek getiriler elde edebilmek için daha riskli ürünlere yönlendiriyor. Bununla beraber bu riskleri sınırlayan türev ürünler de daha çok ilgi görüyor. Risk iştahındaki farklılıklar aslında düşük enflasyon ve buna bağlı istikrarlı düşük faizlerden kaynaklanıyor.



Serhat GÜRLEYEN
İŞ YATIRIM

Küresel piyasalar

2007 yılı başından bu yana izlenen hatalı politikalar Türkiye ekonomisi ve piyasaların dışsal şoklara karşı duyarlılığını artırmış durumda.

Türkiye ekonomisi büyümenin yavaşladığı, enerji fiyatlarının rekor derecede yükseldiği, yurtdışı fonlamanın kitlediği zorlu bir küresel konjonktürden geçiyor. ABD ekonomisindeki durgunluğun ve bankacılık sisteminde oluşan zararların küresel bir mali krize yol açacağı endişesi dünya piyasalarıyla birlikte Türkiye'yi de vurmaya başladı.

FED'in faiz indirimleri ve ABD Hazine'si'nin açıkladığı yardım paketi yatırımcıları ikna etmeye yetmedi. ABD ekonomisindeki sorunun temelinde hanehalkının aktif fiyatlarındaki artışa güvenerek aldığı borçları geri ödeyememesi yatıyor. Tüketim harcamalarının milli gelirin %72'sine ulaştığı bir ekonomide durgunluğa yol açmadan borç yükünün azaltılması zor gözüküyor.

ABD ekonomisindeki uzun süreli bir durgunluğun küresel büyümeyi aşağıya çekmesi ve finans sektöründeki zararların boyutunu artırarak kendi kendini besleyen olumsuz bir sürece

yol açmasından endişe ediliyor. Gelişmiş ülkelere göre daha sağlam büyüme dinamiklerine sahip olmalarına rağmen gelişmekte olan ülkeler de bu süreçten olumsuz etkileniyor.

Eski alışkanlıklar kolay bırakılmıyor. Dünya denizlerine açılan uluslararası sermaye havanın bozduğunu hissettiği an gelişmekte olan ülke paralarından çıkmaya başladı. Doların dünya paralarına karşı şiddetli değer kaybı ve risk alma iştahının azalması Japon yeni ve İsviçre frankı üzerinden borçlanılıp gelişmekte olan ülkelerde alınan pozisyonların kapatılmasına yol açtı.

Sıcak para çıkışının Brezilya, Rusya gibi dış dengesi güçlü ülkeler üzerindeki etkisi sınırlı düzeyde kaldı. Buna karşın, Türkiye gibi tasarruf oranı düşük olan ve yurtdışı kaynaklarla büyümesini finanse eden ülkelerdeki dalga boyu daha yüksek.

2007 yılı başından bu yana izlenen hatalı politikalar Türkiye ekonomisi ve piyasaların dışsal şoklara karşı duyarlılığını artırmış durumda. 2007 yılı ge-

“ ABD ekonomisindeki durgunluğun ve bankacılık sisteminde oluşan zararların küresel bir mali krize yol açacağı endişesi dünya piyasalarıyla birlikte Türkiye'yi de vurmaya başladı. ”

nel seçimleri Türkiye ekonomisindeki iktisadi ve siyasi dönüşümü tamamlamak için altın bir fırsat vermişti. Bu fırsatı değerlendirmek için AKP hükümetinin halletmesi gereken iki önemli mesele vardı.

(i) Seçimler sırasında bozulan mali disiplini düzeltecek ve yapısal sorunları çözecek adımları atarak piyasalara güven vermek. (ii) Toplumun geniş kesimlerini kucaklayan bir uzlaşma sağlayarak genel seçimler sırasında bozulan siyasi istikrarı tesis etmek.

Seçmenin verdiği bu tarihi fırsat maalesef değerlendirilemedi. Seçimler sonrasında ilk yedi aylık dönemde gerek iktisadi gerekse siyasi istikrarın sağlanmasında gerekli adımlar atılmadı.

60. hükümetin yarı yıl karnesine baktığımızda 2003-2006 dönemindeki başarılı dönemin ardından bir duraklama dönemine girdiğimizi görüyoruz.

Ekonomi cephesindeki görünüm bozulmaya başladı: 2007 yılı büyümesi %4.5 ile 2001 yılından bu yana görülen en düşük seviyeye geriledi (ii) Mart ayı enflasyonu %9.1 ile %4'lük hedefin çok üzerinde seyrediyor (iii) Şubat ayı kümüle cari dengesi 39 milyar dolarla yükselmeye devam ediyor (iv) 2007 yılı konsolide kamu sektörü faiz dışı fazlası 29 milyar YTL ile program taban hedefinin çok altında kaldı. Küresel dalgalanın sertleşmesine rağmen, AKP hükümetinin gündeminde mali disiplin, yapısal reformlar gibi iktisaden öncelikli konular değil, yerel seçimlere yönelik düzenlemeler yer aldı. Küresel krizin şiddetlenmesine rağmen IMF ile ilişkilerin nasıl süreceği konusu belirsiz bırakıldı.

Siyaset cephesinde de benzer bir tablo gördük. Toplumun geniş kesimlerini kucaklayan bir uzlaşma sağlayarak genel seçimler sırasında gerginleşen ortamı yumuşatmak yerine turban konusu aylar boyunca gündemin ilk maddesi olarak kaldı.

Ekonomi cephesinde yapılan hatalarla zayıflayan Türk lirasını çökerten son

“ Küresel piyasalardaki dalgalanmaya bağlı olarak Türkiye piyasasındaki satış baskısı bir süre daha devam edebilir. Yabancıların döviz talebinin devam etmesi bankacılık sistemindeki döviz likiditesini azalmasına ve kısa vadede Türk lirasındaki değer kaybının devam etmesine yol açabilir. ”

darbe siyaset sahnesinden geldi. Yargıtay Cumhuriyet Başsavcısının AKP'nin kapatılması için açtığı dava ve ardından hükümet yetkililerinin izlediği tutum siyaset sahnesini gererken Türkiye piyasalarındaki risk priminin tırmanmasına neden oldu.

ABD ekonomisindeki durgunluk ve küresel mali sistemdeki dalgalanmalarla zayıflayan Türk lirası içeriden gelen dalgalara dayanamadı. Hanehalkı ve şirketlerin 6 milyar dolara yakın döviz satışına rağmen Türk lirası bir ABD doları ve Avrodan oluşan döviz sepetine karşı sene başından bugüne %14 değer kaybetti. Hisse senedi piyasası %25 gerilerken, Devlet İç Borçlanma Senedi faiz oranları 200 baz puandan fazla yükseldi.

Önümüzdeki dönemde neler olabilir?

AKP'nin kapatılmasıyla sonuçlanabilecek uzun ve sancılı bir hukuki süreçle karşı karşıyayız. AKP'nin önümüzdeki dönemde ikili bir strateji izleyeceğini tahmin ediyoruz. AKP kurmayları bir yandan kapsamlı bir savunma üzerinde çalışırken diğer yanda parti kapatmayı zorlaştıracak anayasal değişik-

likleri hayata geçirmek için muhalefet partileri ile uzlaşmaya çalışacaklar.

Bu sürecin sonunda Anayasa Mahkemesinin vereceği karara göre ya 60. hükümet göreve devam edecek ya da siyasi yasaklı olmayan AKP milletvekilleri yeni bir parti kurup 61. hükümet ile yollarına devam edecekler.

Altı ile sekiz ay civarında sürececek bu dönemde AKP hükümetinin temkinli bir politika izleyeceğini, gerginliği tırmandırmaktan kaçınacağını, IMF ile ihtiyatı bir stand-by anlaşması imzalayacağını ve son dönemde ihmal edilen mali disiplini onarmaya çalışacağını tahmin ediyoruz.

Piyasalarla ilgili tahminler

Küresel piyasalardaki dalgalanmaya bağlı olarak Türkiye piyasasındaki satış baskısı bir süre daha devam edebilir. Yabancıların döviz talebinin devam etmesi bankacılık sistemindeki döviz likiditesini azalmasına ve kısa vadede Türk lirasındaki değer kaybının devam etmesine yol açabilir.

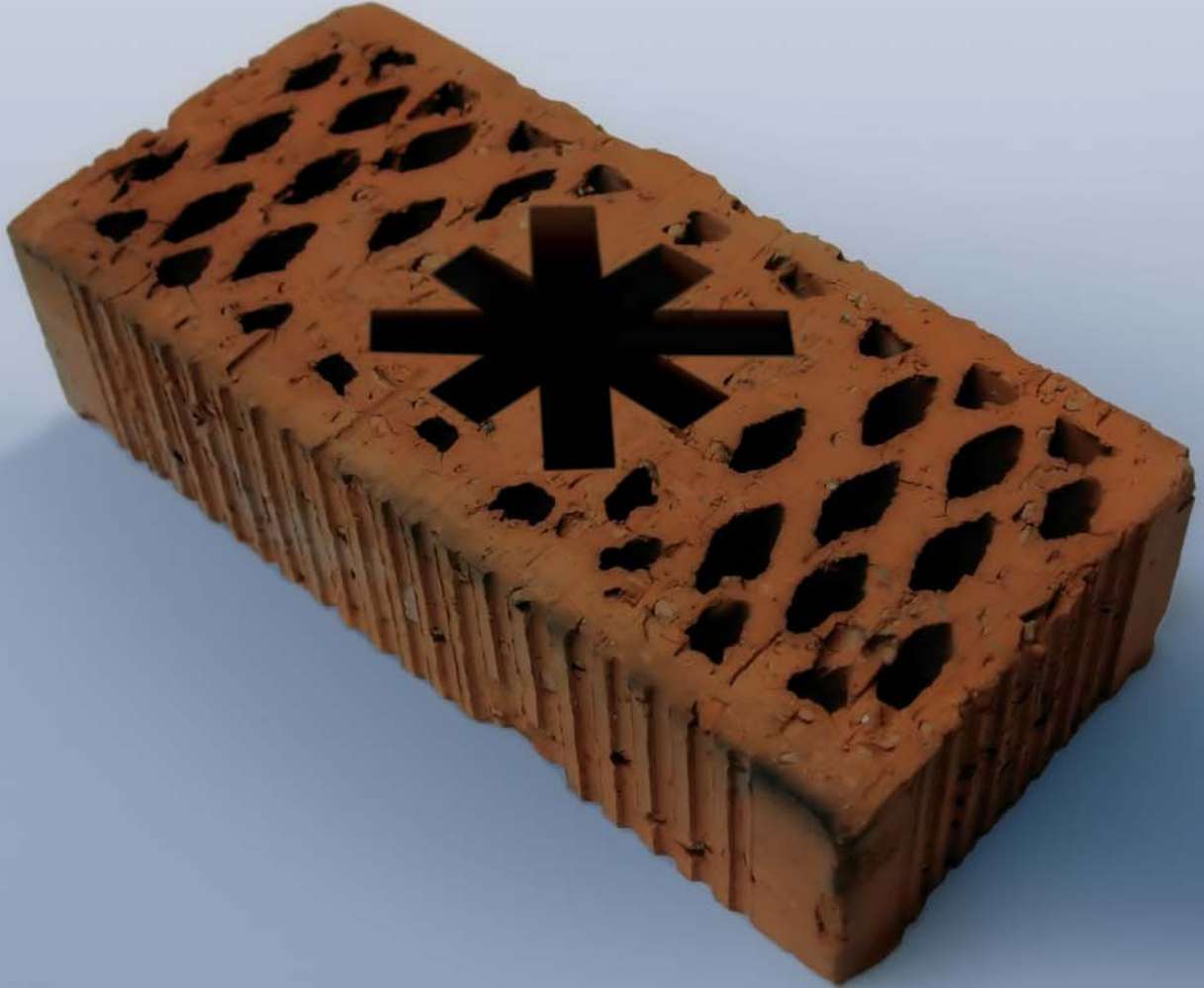
Ancak bu sürecin geçici olacağına ve orta vadede Türk lirasının değer kazanmaya devam edeceğine inanıyoruz. Bu nedenle yatırım stratejimizde Türk lirası cinsi yatırım araçlarına ağırlık vermeye devam ediyoruz.

Ocak ayı raporumuzda, orta ve uzun vadeli bonolardan çıkıp para piyasası ve mevduata geçilmesini tavsiye etmiştik. Son üç ayda faiz oranlarında görülen yükselişe rağmen tavsiyemizi değiştirmiyoruz. Piyasaların beklediğinden çok daha yüksek gelen Mart ayı enflasyonunun kısa vadeli faizlerin indirilmesi ihtimalini azalttığına inanıyoruz.

Son aylardaki gerileme sonrasında borsadaki fiyatlar alım için makul seviyelere geldi. Uzun vadeli düşünen ve kısa vadeli dalgalanmalara karşı duyarlı olmayan yatırımcılar için hisse senedi piyasası çok cazip fırsatlar sunuyor. Ancak kısa vadede piyasalardaki dalgalanmanın süreceği unutulmamalı.

TÜRKİYE'DE İLKLERİN MİMARİ

Finans Portföy Yönetimi A.Ş. 08.09.2000 tarihinde kurulmuş ve faaliyetlerine başlamıştır. Sektöre rakiplerinden farklı bir bakış açısı ile yaklaşan Finans Portföy, sunduğu ürünler ve yakın gelecekte sunacağı yeni ürünler ile yatırımcılara yepyeni yatırım fırsatlarının kapılarını açmaktadır. Bugün itibarıyla 5 Borsa Yatırım Fonu, 13 Yatırım Fonu ve 1 Yatırım Ortaklığı yöneten Finans Portföy Yönetimi A.Ş. aynı zamanda bireysel ve kurumsal portföy yönetimi hizmeti de sunmaktadır.



 **FINANSPORTFÖY**

www.finansportfoy.com



GÖKHAN BİLEN
Yapı Kredi Portföy Yönetimi
Portföy Yöneticisi (Direktör)

YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU

Yapı Kredi Emeklilik Yatırım Fonları hakkında kısaca bilgi verir misiniz?

Bilindiği üzere Bireysel Emeklilik sisteminin amacı, katılımcılara aktif çalışma hayatları boyunca emeklilik dönemlerine yönelik birikim yaptırmaktır. Sistemde vergi uygulamaları yoluyla uzun süre katkı payı ödemesi teşvik edilmekte, buna karşın sistemden daha erken ayrılan katılımcıların birikimlerine daha yüksek oranda vergi uygulanmaktadır. Dolayısıyla sistem, kısa dönemli tasarruf amacına uygun bir yatırım aracı değildir.

Yapı Kredi Emeklilik tarafından katılımcıların birikimlerinin değerlendirilmesi amacıyla çeşitli yatırım araçlarının bileşiminden oluşan 11 ayrı Emeklilik Yatırım Fonu bulunmaktadır. Bu fonları YTL fonlar ve Dövizli Fonlar olarak iki ana başlık altında ele alabiliriz. YTL Fonlar arasında en büyük Fon yaklaşık 280 milyon YTL düzeyindeki Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu'dur. Yapı Kredi Esnek Emeklilik Yatırım Fonu da 155 milyon YTL'lik büyüklüğü ile kamu borçlanma fonunun ardından ikinci sırada gelmektedir.

“ Emeklilik fonlarına sadece yıllık bazda getiriye bakmak yanıltıcı olabilir. Bu fonların çok uzun vadeli yatırım araçları olduğu göz önüne alındığında kuruluştan itibaren kıyaslamak daha mantıklı görünmektedir.”

Esnek Fonun Yatırımcı Profili ve Yatırım Stratejisi Nedir?

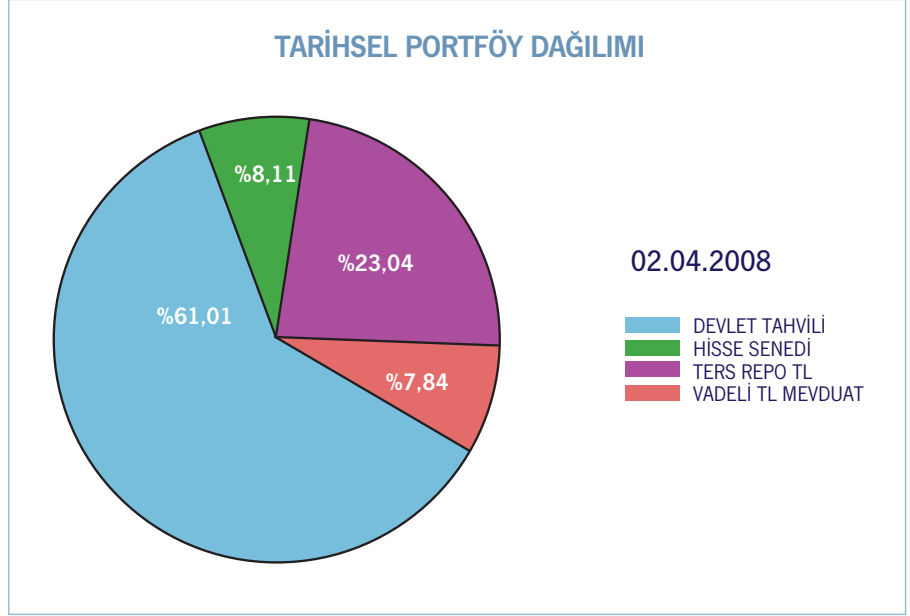
Fonun halka arz tarihi 27.10.2003 olup son durum itibarıyla yatırımcı sayısı 77,549 kişidir. Esnek Fon, yatırım tercihi belirlemek yerine birikimlerin yatırıma ne şekilde yönlendirilmesi konusunda kararı portföy yöneticisine bırakan ve piyasa koşullarına göre portföy yöneticisinin en uygun portföy dağılımını yapacağını düşünen katılımcılar için kurulmuş bir fondur. Fonun belirgin bir yatırım kısıtlaması veya karşılaştırma ölçütü bulunmamaktadır. YTL fonlar arasında risk-getiri skalasın-

da en yüksek risk ihtiva eden fonumuz Hisse senedi fonu iken en düşük risk içeren fon Likit Fondur. Esnek Fon ise hisse senedi içerebilmesi nedeniyle Kamu Borçlanma fonundan daha riskli bir fon olarak nitelenebilir. Esnek fonda amacımız, Kamu Borçlanma Araçları Fonuna kıyasla yıllık bazda daha yüksek bir getiri elde etmektir. Ancak unutmamak gerekir ki, emeklilik fonlarına sadece yıllık bazda getiriye bakmak yanıltıcı olabilir. Bu fonların çok uzun vadeli yatırım araçları olduğu göz önüne alındığında kuruluştan itibaren kıyaslamak daha mantıklı görünmektedir.

Fonun son dönemdeki getirisi hangi düzeydedir?

Esnek Fon geçtiğimiz yıl yatırımcısına %24,82 düzeyinde net getiri sağladı. Ayrıca bu getiriyi çok düşük bir değişkenlik (standart sapma) ile elde etti. Yatırım Fonları arasında riske göre düzenlenmiş getirileri kıyaslamak aslında fonların başarısını daha iyi yansıtmaktadır. Daha düşük değişkenlik ile aynı veya daha fazla getiri elde etmek fon yöneticisinin başarılı olduğunu ispatır.

“ Borsalar için belirtmem gereken diğer önemli bir risk unsuru ise, enflasyonun tüm dünyada yükseliş eğiliminde olması. FED’in faiz indirimleriyle dolarda yaşanan büyük çaplı düşüş yatırımcıları altın, petrol, buğday, vb gibi emtia varlıklara yöneltti. Bu da tüm dünyada enflasyonu körükleyecektir. ”



Fon, 2008 yılı başında borsalarda yaşanan büyük satış dalgası nedeniyle %1.5 düzeyinde ekside, ancak bunu yılın geri kalanında telafi etmeyi planlıyoruz.

Yılın kalan kısmında Fonun yatırım stratejisi nasıl şekillenecek?

2007 yılını 55.000 seviyelerinde kapatan iMKB-100 endeksi dış borsalarda yaşanan çalkantıdan olumsuz etkilendi ve Şubat ayında 42.500 seviyelerine kadar geriledi. Amerikan ekonomisinde emlak balonunun patlamasıyla birlikte düşük kredi değerliliğine sahip kişilerin borçlarının ödeyememesi ile başlayan kredi daralması dalga dalga yayılmaya devam ediyor. Özellikle Amerikan finansal şirketlerinde batık kredilerin düzeyinin 500 milyar dolara kadar çıkabileceğine ilişkin tahminler yapılıyor. Borsaların halihazırda ılımlı bir ekonomik yavaşlamayı fiyatladığını düşünüyoruz. Ancak Amerika’da işsizliğin artması ve tüketim harcamalarının daha da daralması halinde borsaların ilave bir satış baskısıyla karşılaşabileceğini düşünüyoruz.

Burada önemli olan emlak piyasasında kötüleşmenin durulması ve fiyatların en azından stabilize olması. FED’in agresif faiz indirimleri yavaş da olsa burada etkili olacaktır.

Temel beklentimiz borsaların yılın yarısında zayıf olması ancak üçüncü çeyrek sonlarına doğru iyileşme göstermesi. Bu öngörüler doğrultusunda biz de Esnek Fon dahil yönettiğimiz tüm fonlarda nakit düzeyini artırdık ve hisse senedi pozisyonlarımızı azalttık. Global bir resesyon beklemiyoruz ancak borsalarda yaşanan dalgalanma durulana kadar fonlarımızı daha ziyade sabit getirili enstrümanlarda değerlendirmeyi planlıyoruz.

Borsalar için belirtmem gereken diğer önemli bir risk unsuru ise, enflasyonun tüm dünyada yükseliş eğiliminde olması. FED’in faiz indirimleriyle dolarda yaşanan büyük çaplı düşüş yatırımcıları altın, petrol, buğday, vb gibi emtia varlıklara yöneltti. Bu da tüm dünyada enflasyonu körükleyecektir. Ekonomi durgunluk engelini aşarsa FED’in yılın belki de ikinci yarısında veya gelecek yıl ba-

şında enflasyonla mücadele etmek için bu sefer de büyük çaplı faiz artırımlarına gitmek zorunda kalabilir ki, bu da gelişen piyasalar için temel bir risk oluşturabilir.

Esnek Emeklilik Yatırım Fonu	
Fon Kurucusu	Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.
Fon Portföy Yöneticisi	Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.
Halka Arz Tarihi	10/27/2003
Fon Toplam Değeri	156.849.475 YTL
Yatırımcı Sayısı	77.748
Tedavüldeki Pay Adedi	5.974.758.190
Toplam Pay Adedi	10.000.000.000
Fon İşletim Gideri (yıllık)	2%



YEŞİM ÇIKRIKÇI
Garanti Portföy Fon Yöneticisi

GARANTİ BANKASI A.Ş. B TİPİ UZUN BONO ENDEKSİ FONU

Garanti Bankası A.Ş. "Bono" Fonları hakkında kısaca bilgi verir misiniz?

Garanti Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu 3 adet tahvil ve bono fonu var. Bu fonlarımız Garanti Bankası B Tipi Tahvil ve Bono fonu, B tipi Garanti Bankası Uzun Bono (Garbo Uzun) Endeks fonu ve Garanti Bankası Özel Bankacılık Tahvil ve Bono fonu. Garanti Bankası B tipi Tahvil ve Bono Fonu % 70-100 bant aralığında %80 tahvil ve bonoya ve % 0-30 bant aralığında % 20 ters repoya yatırım yapabilir.

Garanti Bankası Özel Bankacılık Tahvil ve Bono Fonu % 65-95 bant aralığında % 85 tahvil ve bonoya, % 0-4 bant aralığında %1 hisse senedine, % 0-30 bant aralığında %4 eurobono ve % 0-30 bant aralığında %10 ters repoya yatırım yapabilir.

Garanti Bankası Garbo Uzun Endeks Fonu %80-100 bant aralığında % 90 tahvil ve bonoya ve % 0-20 bant aralığında % 10 ters repoya yatırım yapabilir.

Ayrıca Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin kurucusu olduğu Garanti Yatırım B tipi Tahvil ve Bono fonu var. Bu fon ise % 70-100 banta aralığında %80 tahvil ve bonoya ve % 0-

30 bant aralığında %20 ters repoya yatırım yapabilir.

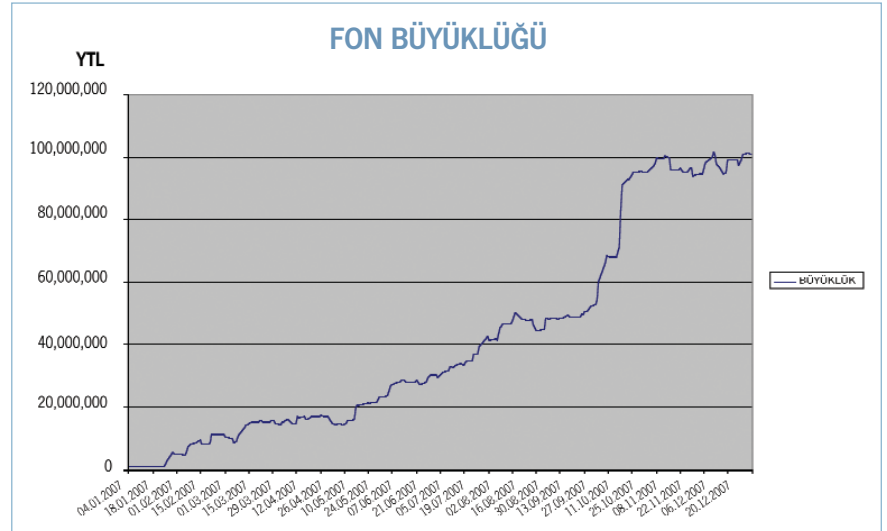
Garanti Bankası Uzun Bono endeks fonu yatırımcı profili ve yatırım stratejisi nedir?

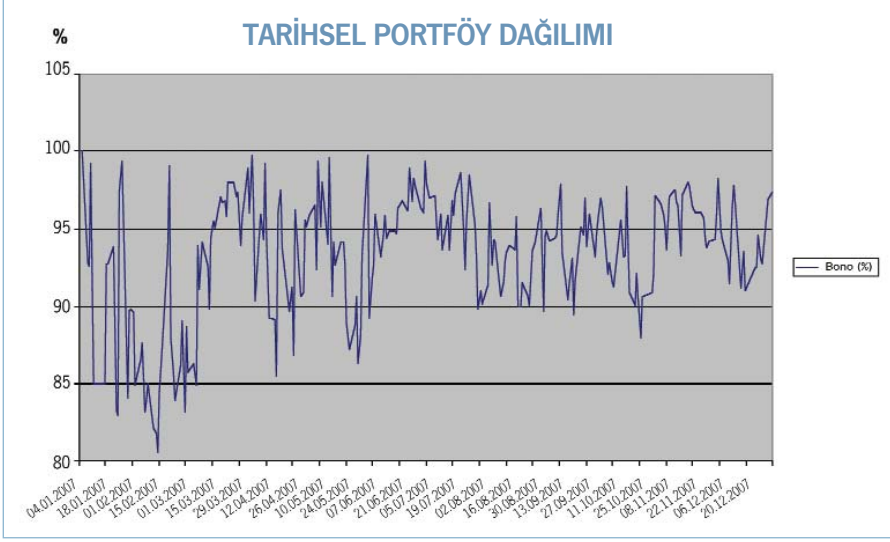
GARBO Uzun Endeks fon Endeks Fon olarak kurulmuş sektördeki ilk bono fonu. Garbo Uzun endeksi vadesine en az 210 gün kalmış iskonto tüm tahvilleri kapsarken, endeks içindeki tahvillerin ağırlıkları vadeye kalan süre, ihraç miktarı ve piyasada

gerçekleşen günlük işlem miktarı gibi değişkenlere göre belirleniyor. Bu değişikliklere bağlı olarak endeksin vadesi ve içeriği oldukça dinamik bir yapıya sahip ve her endeks fonda olduğu gibi fon ile endeks arasındaki korelasyon % 90 olmak zorunda.

GARBO Uzun Endeks Fon portföyünün en az % 80'i baz alınan endeks olan GARBO Uzun Bono endeksi kapsamındaki menkul kıymetlere yatırılır. Uzun vadeli tahvil ve bonolara yatırım yapmak isteyen birikim sahip-

FON BÜYÜKLÜĞÜ





“ GARBO Uzun Endeks fonda strateji bandına göre minimum %80 tahvil ve bono taşımak zorunda olmama rağmen, Fonun ortalama portföy vadesini riskten kaçındığımız dönemlerde kısaltarak fonun getirisini maksimize etmeye çalışıyorum. ”

lerine profesyonel bono portföyü yönetimi avantajlarından yararlanma olanağı sağlar. Fon makroekonomik veriler doğrultusunda piyasa beklentileri analiz edilerek orta ve uzun vadede belirlenen risk seviyesinde yüksek getiri sağlamayı hedefler.

GARBO Uzun Endeks Fon'un yatırımcı profili uzun vadeli tahvil ve bonolara yatırım yapmak isteyen risk alabilen yatırımcılardır.

Fonun son dönemdeki getirisine ne düzeyde?

B Tipi Garanti Bankası Uzun Bono (Garbo Uzun) Endeksi fonu 2007 yılında % 21,36 getirisine ile Tahvil bono fonları içerisinde üçüncü sırada yılı tamamladı. Fonun yüksek getirisine büyümesinde de etkili oldu. 2007 yılı başında 1.040.000 YTL büyüklüğündeki fonumuz, yılsonunda 101.000.000 YTL büyüklüğe ulaşarak yaklaşık 100 kat büyüdü. Fonun 02/01/2008 – 03/03/2008 tarihleri arasındaki getirisine ise %1,83 seviyesinde.

4. Yılın kalan kısmında Fon'un stratejisi nasıl şekillenecek?

Fonun başarılı performansının arkasında Garanti Portföy'de uyguladığımız yatırım stratejileri karar aşmalarının etkisi oldukça yüksek.

Garanti Portföy'de iki hafta bir düzenlediğimiz strateji komitesinde Araştırma ve Strateji Bölümü'nün hazırladığı genel ekonomik, politik görünüm sunumları ile ulusal ve uluslararası konjonktürü değerlendirirken, zaman zaman konuk ekonomist ve yorumcuların katılımı ile strateji kararlarımızı alıyoruz.. Haftalık SGMK komitesinde vade seçimlerimizi ve faiz bantlarımızı belirliyoruz. Ayrıca hergün sabah toplantılarında günün değerlendirmesini yaparken, o gün içerisinde uygulayacağımız politikaları tartışıyoruz. Faiz, hisse senedi ve döviz için stoploss seviyelerini belirlerken, stop-loss noktalarını titizlikle uyguluyoruz.

GARBO Uzun Endeks fonda strateji bandına göre minimum %80 tahvil ve bono taşımak zorunda olmama rağmen, Fonun ortalama portföy vadesini riskten kaçındığımız dönemlerde kısaltarak fonun getirisine maksimize etmeye çalışıyorum. Sabit kuponlu tahvilleri ise fonun endeks fon olması nedeniyle, faizlerdeki aşağıya doğru trend beklentimizin kuvvetli olduğu dö-

nemlerde portföye almayı uygun görüyorum.

Kredi piyasalarındaki problemlerin devam ettiği ve resesyon endişeleri ile birlikte piyasadaki volatilitenin çok yüksek olduğu bu dönemde, GARBO Uzun Endeks Fon'da daha temkinli bir politika izlemeyi düşünüyorum.

B tipi Uzun Bono Endeksi Fonu (Garbo Uzun)

Fon Kurucusu

Türkiye Garanti Bankası A.Ş.

Fon Portföy Yöneticisi

Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

Halka Arz Tarihi

8/11/2005

Fon Toplam Değeri

76.243.046 YTL

Yatırımcı Sayısı

144

Tedavüldeki Pay Adedi

5.030.410.748

Toplam Pay Adedi

10.000.000.000

Fon Yönetim Ücreti

1.95%

Yusuf Ziya Toprak'la Dünden bugüne TKYD Sohbeti

TKYD Kurucusu ve TKYD'nin Onursal Üyesi Yusuf Ziya Toprak, TKYD Kurumsal Yatırımcı'nın ilk sayısına konuk oldu ve derneğin kuruluşu ve yatırım fonlarının ilk günlerine ilişkin anılarını bir sohbet toplantısında bizlerle paylaştı;

Gür Çağdaş: Ziya bey Derneđimizi 9 yıl önce kurulmasına öncülük ettiniz. Emeđiniz ve değerli çalışmalarınız sizden sonra bizlere de hep Derneğin ve sektörün ileriye götürülmesi için yol gösterici olmuştur. Sektörde rakip olmamıza rağmen Dernek çatısı altında hep birlik içinde hareket ederek sektörümüzü geliştirmek için çalışmaya devam ediyoruz. Katkılarınız için çok teşekkür ediyoruz. Bizleri ve okuyucularımızı biraz kuruluş yıllarına götürerek neler yaptınız anlatırmısınız?

Ziya Toprak: Öncelikle yıllar sonra derneğin kuruluşuna emek veren ve bugünlere getiren sizlerle birlikte olmak çok güzel. Gerçekten zorlu yollardan geçtik ama görüyorum ki sizler de Derneđimizi ve sektörü büyütmeğe geliştirmek, kurumsal yatırımcı bilincini oluşturmak için canla başla çalışıyorsunuz. Bu günleri görmek benim için büyük mutluluk. Borsanın kurulduğu yıllarda bu piyasalarda çalışmaya başladım, meşakkatli yollardan geçtim.. İlk yatırım fonu (1986 yılında) İş Bankası'nın kurduğu likit fondu. Daha sonra İnterbank ve Vakıflar Bankası ve ardından da diğer bankalar geldi. Önemi önce anlayamadı. Fonları ilk çıktığında fiziki satılıyordu. İlk satıldığı yıllarda yatırımcının ne aldığını bile bilmediğinden adım gibi eminim. Ama o günden bugüne herkes üstüne düşen görevi yaptı ve bugünlere geldik. Özellikle bireysel emeklilik sisteminin de kurulması bu sektöre bir derinlik kazandırdı. Gelişmeleri gördükçe doğru adım atmışız diye düşünüyorum.





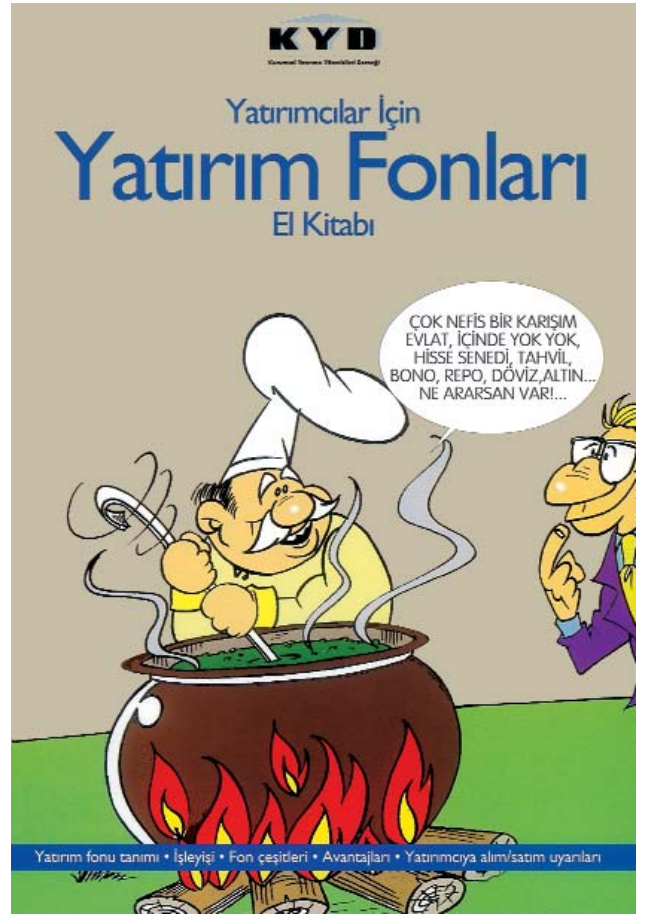
Ahmet D.Erelçin, Yusuf Ziya Toprak, Gür Çağdaş, Tülin Özaydın, Tayfun Oral, İlhami Koç, Halim Çun (Soldan Sağa)

İlhami Koç: Ziya bey Derneği kurma fikri nereden geldi? Yeni nesil derneğin tarihini bilmiyor. Geçmişinden ve yıllar önce oluşturulmuş olan misyonundan sektör çalışanlarımızı ve bizi tanıyan, bilen yatırımcılarımızı haberdar etmek istedik.

Ziya Toprak: Aslında hikâye ALFI'nin (Lüksemburg Fon Endüstrisi Birliği) yıllar önce düzenlediği bir toplantıya katılmamla başladı. Financial Times gazetesinde ALFI'nin Genel Kurul Toplantısına ilişkin bir duyurusunu gördüm. Toplantının herkese açık olduğunu yazıyordu. Sanıyorum 1995-96 yıllarıydı. Katılmak istediğimi Ersin (Özince) beye söyledim. Programı o da beğendi, katılmak istedi. Ersin bey, ben ve Gürman (Tevfik) bey birlikte gittik. Çok başarılı, yatırım fonları sektörünü derinlemesine inceleyen bir toplantıydı. (Türkiye'de) Böyle bir çatı altında yatırım fonlarını birleştirmek ne kadar iyi olur diye düşündüm. Hemen akabinde değil ama birkaç yıl sonra bu fikrimi Mehmet Ali Alkan'a açtım. Daha sonra 5-

10 kuruma bu fikri yaydık, olumlu kanaatlerini aldık. Böylelikle KYD'yi kurma aşamasına geldik. Biz kurmaya karar verdik ama bu niyetimizi kamu otoritesine de bildirmemiz gerekiyordu. Konuyu dönemin SPK Başkanı ve Borsa Başkanına açtık. Daha sonra da kendilerine Çırağan Oteli'nde bu derneği kurmaya niye ihtiyaç duyulduğunu anlatan bir sunum yaptık. Sonunda desteklerini aldık ve KYD'yi (Kurumsal Yatırımcılar Derneği) 1999 yılında kurduk. Daha sonraki yıllarda da Derneğin başına Türkiye ismini almak için birçok uğraşlar verdik.

KYD'nin kurulmasından sonra da yatırım fonlarını halka anlatmak için oldukça masraflı bir projemiz oldu. Bir kitapçık yapalım ve yatırım fonlarını basit bir dille, halkın anlayacağı çizgilerle anlatalım istedik. İMKB'de karikatür çizen bir arkadaş vardı, ondan rica ettik. O karikatürleri çizdi, ben de metni hazırladım. Bu kitapçıktan 1 milyon adet bastık ve bir gazete aracılığıyla dağıtımını yaptık. Ne



Kurumsal Yatırımcılar Derneği kurulduktan sonra, Yusuf Ziya Toprak'ın hazırladığı **Yatırımcılar İçin Yatırım Fonları El Kitabı** Edirne'den Ardahan'a tüm halka dağıldı.



kadar işe yaradı bilemeyiz ama Edirne'den Ardahan'a tüm halka dağılmış oldu bu kitapçık. Ben daha sonra gazeteci arkadaşımız Abdurrahman Yıldırım'a "yazıyı nasıl buldun?" diye sorduğumda bana, "tamim gibi bir şey yazmışsınız" dedi. Hâlbuki ben yazının ciddi olmaması için ne kadar uğraşmıştım ama olmamış, resmi dilde yazmışız. Bu da güzel bir animdir. Derneğin diğer önemli bir adımı da, 1.Yatırım Fonları Konferansını yap-

mak olmuştur. KYD'nin bu ilk konferansına Maliye Bakanı ve kamudan üst düzey yetkililer de katılmıştı. Tayfun beyi o zaman çok yormuştum, her an bir tepkisini alabilirim diye de bekledim. Hazırlık sürecinde çok katkıları oldu.

Tayfun Oral: Gerçekten çok başarılı bir konferanstı. Konferans sürecinin benim meslek hayatımda çok önemli bir yeri vardır. Gerçekten çok uğraş-

mıştık ama hepimize çok katkıları olduğunu düşünüyorum.

Ziya Toprak: Şimdi sizlerin daha büyük başarılar imza attığınızı görüyorum. EFAMA ve Uluslararası Yatırım Fonları Birliği (IIFA)'nin Genel Kurul Toplantılarını yapmak Derneğimiz için çok büyük bir başarıdır. Bireysel Emeklilik Fonlarının geldiği yer büyük başarıdır. Rakamlar şimdi küçük gibi duruyor ama bunun çok



“ Bireysel Emeklilik Fonlarının geldiği yer büyük başarıdır. Rakamlar şimdi küçük gibi duruyor ama bunun çok yükseleceğine inancım tam. Biliniz ki emeklilik fonları da her yerden satılabilir duruma gelecek. İlk fonları kuranlardan biri olarak söyleyebilirim ki, yatırım fonları çok iyi bir noktada. ”



yükseleceğine inancım tam. Biliniz ki emeklilik fonları da her yerden satılabilir duruma gelecek. İlk fonları kurarlardan biri olarak söyleyebilirim ki yatırım fonları çok iyi bir noktada.

Ahmet Erelçin: Ziya bey bir de ATM'lerden fon alıp satma nasıl başarıldı. Bildiğim kadarıyla dünyada ilkti ve hala bizleri ziyaret eden yabancı bankacılar bu işi nasıl yaptığımızı soruyor şaşkınlıklarını dile getiriyorlar. Bize anlatabilirmisiniz bunun hikâyesini?

Ziya Toprak: Yatırım fonlarının ilk kurulduğu yılları (1986) hatırlıyorum. 802 fonu kurduğumuzda Karaköy şubesinde insanlar şubenin önünde 300 metre kuyruk oluşturmuşlardı. Bunu görünce ATM'lerden para ödüyoruz, neden fon alınıp satılmasın diye bir fikir aklımıza geldi ve bunu Bilgi İşlem'le paylaştık. Onlar da ilgi gösterdiler, gerçekten bu işi yapabilmek için gecelerini gündüzlerine kattılar ve başardılar. 1991 sonunda ATM'den fon satışı başladı. O zaman "bu iş olmaz" da diyebilirlerdi. İleri görüşleri ve bu işe gönül vermeleri bu başarıyı getirmiştir.

ATM'den fon alım satımına ilk yankıyı TRT'den aldık. TRT'de o yıllarda Ekonomi Dosyası adlı bir ekonomi programı vardı. Program yapımcısı bir

gün beni aradı ve ATM'den fon ve hazine bonusu alıp satıyorsunuz biz bunu ilginç bulduk bu konuyu programda işlemek istiyoruz dedi. Ben de ilk başta çok heyecanlandım nasıl televizyona çıkacağım diye. Tabii önce bankadan izinler alındı. 1-2 saatlik güzel bir program olmuştu.

Fon alınıp satılmasına ilişkin olarak Amerika'da da bir muhabir bankamızı ziyarete gitmiştik. Banka müdürünün bana, "Siz ATM'den fon alıp satıyormuşsunuz bu iş nasıl oluyor" şeklinde bir soru sormuştu.

Tabii bu işte de bazı olumsuz yaklaşımlar olmuştu. Örneğin gece vakti fon mu alınıp satılır diyenler çıktı. Ama yıllar geçtikçe herkes önemini kavradı.

Ben de sizlere bir konuyu sormak istiyorum. Anadolu Ajansı'nın bir fon endeksi vardı. Orada zorluklarla karşılaşmıştık kurulduğunda. Tabii uzun zaman oldu merak ettim.

Tayfun Oral: Endeks konusu çok gelişti. Endeks kurma konusunda bir çok bağımsız girişim var. Bununla birlikte TKYD endeksleri sektör tarafından bir çok alanda kullanılan göstergeler haline geldi.

Gür Çağdaş: Bu konuda TKYD'de çalışma grubu da kurduk. Sektörden arkadaşlarımız endekslerin daha da ile-

riye yönelik yapılabilmesi için çalışmalar yapıyorlar. Bazı kurumlar da çıkıyor ama TKYD endeksleri tercih edilmekte. Endeks komitesi dışında diğer konulara ilişkin de (Vergi Mevzuat, Sınıflandırma, Eğitim, İletişim) komiteler oluşturduk. Onlar da başarılı çalışmalar yapmaktalar.

Diğer çalışmalarını da özetlemek istersek 28 Mart'ta "Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar" konulu yabancı konuşmacıların da katılımıyla bir konferans yapacağız. Ayrıca Nisan ayında SPK ve Maliye Bakanlığı yetkilileriyle bir arama konferansı düzenlemeyi planlıyoruz.

Dergimizi de TKYD'nin önemli bir projesi olarak görüyoruz. İleride de akademik yazıların da yayınlanacağına inanıyoruz.

Tayfun Oral: Derginin ilk sayısı sanırım en zor sayı olacak. Halim (Çun) beyin bu konuda çok önemli katkı ve çabaları oldu. Sizin de bu sayımızla ilgili görüş ve önerileriniz diğer sayılarımızın başarısı için çok önemli olacak.

Ziya Toprak: Rekabet olmasına karşılık hep birlikte sektörün büyümesinin önünü açmak için yaptığınız çalışmalar çok değerli. Başka alanlarda atılmayan adımları fon sektörü atmıştır. Sektörde her zaman çok kalifiye ve ileri görüşlü insanlar çalışmıştır ve çalışmaktadır. Hepinize başarılar diliyorum.



GÖKHAN DERELİ
EGM Yönetim Kurulu Başkanı

Bireysel Emeklilik Sistemi (BES)

Bireysel emeklilik sistemi (BES), ilk olarak sosyal güvenlik reformu çerçevesinde kamu emeklilik sistemini tamamlayıcı mahiyette bir özel emeklilik sistemi kurulması amacıyla gündeme geldi ve mevzuat çalışmaları 1998 yılında başladı. 7 Ekim 2001'de Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi. Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü Özel Emeklilik Dairesi'nde, BES'in teknik altyapısını oluşturma faaliyetlerine 2001 yılında başladı. Emeklilik yatırım fonları açısından SPK ve Takasbank da yoğun bir faaliyet yürüttüler. Mevzuat, dünyadaki benzer uygulamalar detaylı olarak analiz edilerek; uygulanabilirlik, güvenilirlik, denetim ve şeffaflık fonksiyonları ön planda tutularak titizlikle oluşturuldu. 27 Ekim 2003 tarihinde ilk emeklilik sözleşmelerinin satılması ile sistem faaliyete geçti.

Sistem, doğrudan emeklilik döneminde katılımcıların refah düzeylerinin yükseltilmesini amaçlamaktadır. Bu amaç gerçekleşirken, bireysel emeklilik fonları, uzun vadeli yapılarıyla hem sermaye piyasalarının derinleşmesine hem de gerek kamu kesimi-

nin gerekse özel kesimin uzun vadeli borçlanabilmesine olanak sağlamaktadır. Yatırımlar için daha rahat uzun vadeli kaynak buldukça yeni iş olanaklarının artması, kurumsal yatırımların piyasalardaki dalgalanmaları ve spekülasyonları azaltması, dolayısıyla enflasyonla mücadele ve sürdürülebilir büyümeye olumlu katkı sağlanması hususları da dolaylı sonuçları ve hedefleri oluşturmaktadır.

Sistemin faaliyete geçtiği 2003 yılı Ekim ayından bu yana geçen dört yılı aşan zaman zarfında sistem durmaksızın büyümüştür. Büyümeye de devam etmektedir. Bu büyüme sadece emeklilik yatırım fonlarında - geçmiş dönemde yapılan sözleşmelerin fon akışı nedeniyle- olmamıştır. Sisteme giren yeni katılımcılar ve sözleşmeler nedeniyle gerçek bir büyüme yaşanmıştır. Sistemdeki katılımcısı sayısı 10 Mart 2008 tarihi itibarı ile 1.505.269 kişiye, katılımcıların fon tutarı ise 4.739,7 milyon YTL'ye ulaşmıştır. Sistemde, şu anda 12.471 aracı faaliyet göstermektedir. Bunların % 84'ünü üniversite mezunları oluşturmaktadır.

Sisteme katılım hızla devam ederken 2007 yılı içinde Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanununda yapılan iki önemli değişikliğin önümüzdeki yıllarda sistemin daha da yaygınlaşmasına katkıda bulunması beklenmektedir. Birinci düzenleme üyelerinin emekliliğine yönelik birikim yapan ya da taahhütleri olan mevcut vakıf ve sandıkların bu kapsamdaki varlıklarını bireysel emeklilik sistemine aktarabilmelerine olanak sağlamaktadır. Buna göre, ilgili emeklilik birikimleri kanunda yapılan değişiklik tarihinden itibaren 5 yıl içinde herhangi bir vergi, resim ya da harca tabi tutulmadan bireysel emeklilik sistemine aktarılacaktır. Diğer düzenlemeyle literatürde "vesting" adıyla bilinen çalışanların birikimi hak ediş süreci uygulaması hayata geçirilmiştir. Çalışma hayatında gelecekte önemli bir yer tutması beklenen bu uygulamayla, çalışanlarının emekliliği için katkı payı ödeyen işverenlerin, bu katkı paylarından oluşan birikime çalışanın hak kazanabilmesi için çesitli koşullar koyabilmeleri mümkün hale gelmiştir. Bu husus işverenlerin çalışanları adına sisteme katkıda bulunmasını özendircektir. Ancak çali-

şanlar her şekilde beşinci yılın sonunda işveren tarafından ödenen katkı payına hak kazanacaktır. Düzenlemenin çalışanların işyerine olan bağlılığını artırması, diğer taraftan da gelecekleri adına tasarruf yapma bilincini geliştirmesi beklenmektedir.

2007 yılında yapılan bu açılımlarla 2008 yılında da hızlı gelişimin süreceği düşünülmektedir. 2007 yılını 4,6 milyar YTL fon büyüklüğü ile kapatan sektörde 2008 yılında da özellikle fon büyüklüğündeki güçlü ivmenin devam edeceği, yıl sonunda 7,2 milyar YTL fon büyüklüğüne ve 1,9 milyon net katılımcıya ulaşılacağı tahmin edilmektedir. Sistemin 10. yılı olan 2013'te fon büyüklüğünün 29,3 milyar YTL'ye katılımcı sayısının 3,4 milyon kişiye ulaşması tahmin edilmektedir.

Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) tasarruf ve yatırım anlamında önemli yenilikler getirirken, ülkemizde finansal araçların gözetim ve denetimi yönünden yeni bir modelin kurulmasını da sağlamıştır. Bu yeniliğin en önemli aktörü (EGM) Emeklilik Gözetim Merkezi'dir. 10 Temmuz 2003 tarihinde kurulan EGM'nin amacı ve görevleri Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu 20/A maddesi ile tanımlanmıştır. Bu amaç ve görevler arasında BES'in güvenli, şeffaf ve etkin bir şekilde işletilmesini sağlamak, katılımcıların hak ve menfaatlerini korumak ve kamu otoritelerinin karar almasını sağlayacak verilerle kamuoyuna sağlıklı bilgi aktarımı için gerekli verileri sağlamak yer almaktadır.

EGM, kamu gözetim ve denetiminin daha da etkinleştirilmesi, tarafsız bilgiye her türlü iletişim kanalıyla ulaşabilen bilinçli katılımcı ve kamuoyunun oluşturulması, yeterlilik ile bilgi ve becerileri sınanmış bilinçli bireysel emeklilik araçları ile şikayet, itiraz ve sorunların minimum seviyelerde olduğu, güvenli, etkin ve şeffaf bir sistem oluşturulması gibi önemli katkılarda bulunmaktadır. Hızlı ve etkin karar alma süreci, eksiklikleri ve aksaklıkları



“ Hızlı ve etkin karar alma süreci, eksiklikleri ve aksaklıkları en kısa sürede tespit edebilme, müdahalede bulunabilme, etkinliği artırmak üzere alınacak kararlar ve oluşturulacak yeni stratejiler için gerekli projeksiyonlar üretebilmek de sistemin güvenli gelişimi için EGM'nin önemli rolleri arasında yer almaktadır. ”

en kısa sürede tespit edebilme, müdahalede bulunabilme, etkinliği artırmak üzere alınacak kararlar ve oluşturulacak yeni stratejiler için gerekli projeksiyonlar üretebilmek de sistemin güvenli gelişimi için EGM'nin önemli rolleri arasında yer almaktadır.

Emeklilik şirketlerinin verilerinin konsolidasyonu sonucu oluşan ve emeklilik şirketleri sıralamasını da içerecek şekilde 31 Aralık 2003'ten itibaren her hafta EGM WEB sitesinde yayımlanan çeşitli istatistikler, emeklilik şirketleri arasındaki rekabeti artırırken, katılımcı ve kamuoyunun sağlıklı bir şekilde bilgilendirilmesini sağlamayı amaçlamaktadır. Şirketlerin gözetime

esas verilerinin EGM'ye ulaşmasını sağlayan Gözetime Esas Veri Kümesi, kısaca GEVK, transferi ile birçok ülke için örnek olabilecek gelişmiş uzaktan gözetim mekanizması altyapısı halen mükemmel şekilde çalışmaktadır. GEVK'in EGM'nin üyesi olduğu International Organisation of Pension Supervisors (IOPS) tarafından uzaktan denetimde bilgi teknolojilerinin kullanımında iyi uygulamalardan biri olarak gösterilmesi de kurulan sistemin kalitesini göstermektedir.

Emeklilik ürününün tanıtım, pazarlama ve satışını yapan bireysel emeklilik araçlarının mesleki bilgi ve becerilerini ölçen ve sisteme olan güvenin pekişmesi açısından önemli olan bireysel emeklilik araçları sınavları (e-BEAS) elektronik ortamda Temmuz 2004'ten beri kesintisiz olarak gerçekleştirilmektedir. Sınavlara 30.169 adet katılım gerçekleşmiş ve 19.877 aday lisans almaya hak kazanmıştır. Mesleki bilginin güncelliği ve sürekliliği, sistem için önem taşımaktadır. Bu nedenle, lisans alan araçlar, lisans aldıkları tarihten sonra iki yıl içinde, takip eden dönemlerde ise her yıl, içeriği EGM tarafından hazırlanan ve güncellenen, çevrimiçi olarak gerçekleştirilen tamamlayıcı eğitim programına katılmaya zorunludurlar.

EGM, bilgilendirme faaliyetleri kapsamında, bugüne kadar katılımcı, katılımcı adayı, aracı ve diğer ilgili kişilerden yazılı olarak ulaşılan yaklaşık 2.127 adet soru ve şikayeti sonuçlandırmıştır. 2004, 2005, 2006 ve 2007 yıllarına ait bireysel emeklilik sistemi gelişim raporları ile bireysel emeklilik sisteminde yaşanan gelişmeler ve sisteme ilişkin çeşitli istatistikler kamuoyu ile elektronik ortamda ve diğer ortamlarda paylaşılmaktadır.

Mevzuatta, Hazine Müsteşarlığı tarafından verilebilecek diğer görevleri de yerine getirmek konusunda yetkilendirilen EGM, kamu-özel sektör işbirliğinin iyi tasarlanmış bir örneği olarak faaliyetlerini başarıyla sürdürmektedir.



ÖMER FARUK ÇELİK
Sinpaş Grubu İcra Kurulu Başkanı

Neden Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı?

2000'li yıllara kadar Türkiye'de gayrimenkul sektöründe büyük ölçüde orta ve küçük ölçekli firmalar faaliyet gösteriyordu. Markalı ve büyük ölçekli proje geliştiren firma sayısı ise oldukça azdı. Bunlar da başarılı birkaç müteşebbisin çabalarıyla belli bir noktaya gelmiş, aile şirketi olarak faaliyet gösteren şirketlerdi.

Özellikle 2004 yılından itibaren inşaat sektörü ciddi bir ivme kazanarak yüksek bir hızla büyümeye başladı. Sektörün hızlı büyümesi, Türkiye'de yıllardır birikmiş konut açığının bariz bir şekilde ortaya çıkması, yerli ve yabancı yeni ve büyük oyuncuların girmesine neden oldu. Hem daha büyük sermaye gücüne sahip, hem de kurumsallaşmış profesyonel firmalar büyük ölçekli projeler geliştirmeye ve sektörde rekabetin artması yetersiz sermaye ile üretim yapmaya çalışan firmaları zorlamaya başladı. İnşaatına başladığı projelerde yeterli satış yapamayanlar finansal açıdan sıkıntılarla karşılaştılar. Bu gelişmeler neticesinde, orta ve küçük ölçekli firmaların uzun vadede istikrarlı bir şekilde büyümesi zorlaştı.

Sektördeki firmaların bu gelişmelere cevap verebilmeleri, rekabet güçleri-

ni artırarak koruyabilmeleri için hem sermaye yapılarını hem de kurumsal kimliklerini güçlendirmeleri gerekmektedir. Sinpaş grubu olarak biz de sektöre öncülük etmek adına, sermaye yapımızı daha da büyütmek ve kurumsallaşmamızı daha üst düzeylere çıkarmak için duyduğumuz ihtiyacı gayrimenkul yatırım ortaklığı modeli ile karşılamaya karar verdik. Geçmişten gelen bilgi birikimimiz ve tecrübemizin yanına uluslararası finans çevrelerinin bilgi ve becerilerini katmak ve aynı zamanda sermaye piyasalarından temin edeceğimiz fonlarla daha güçlü bir mali yapıya ulaşmak istedik. Türkiye'de küçük ölçekli yatırımcıların gayrimenkul yatırımı yapmasını sağlayacak tek araç gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır. Küçük yatırımcıların bu piyasada bireysel olarak yatırım yapmaları mümkün değildir. Portföy oluşturup riski dağıtmak bir yana, sıradan bir yatırımcının tek başına yapabileceği gayrimenkul yatırımı en fazla bir konut almak olabilir ki, bu dahi belirli bir ölçek gerektirmektedir. Bu nedenle gayrimenkul sektöründeki getirilerden faydalanmak isteyen küçük yatırımcının tek seçeneği bir GYO'nun hisselerini alarak bu şirketin kazançlarına ortak olmaktır.

Diğer taraftan GYO olarak örgütlenen bir şirket hem küçük yatırımcılardan, hem de yerli veya yabancı, Türkiye'ye yatırım yapmak isteyen büyük yatırımcılardan fon temin ederek sermaye yapılarını güçlendirebilir. GYO'ların bağımsız denetime tabi bir şekilde ve çeşitli kamuyu aydınlatma yükümlülükleri altında faaliyet gösteriyor olması yatırımcılar açısından son derece önemlidir ve Türkiye'de gayrimenkul piyasasına yatırım yapmak isteyen yatırımcıların GYO'ları tercih etmesinin önemli bir nedeni de şeffaflıktır.

Sinpaş GYO olarak halka açılmanın bize kazandırdığı en büyük avantaj halka arzla sağlanan likidite ile daha güçlü bir mali yapıya ulaşmamızdır. Çok daha büyük ölçekli yatırımlar yapabilir, uzmanlaştığımız konut geliştirmede daha büyük hedefler belirler olduk ve sektörde istikrarlı ve sürekli büyümeyi hedefleyebilir bir alt yapıımız oldu. Diğer yandan hem kamu otoritelerinin, hem de yatırımcılarımızın denetimi altında faaliyet gösteriyor olmamız nedeniyle Şirketimizin kurumsal yapısı da kuvvetlendi. Halka açılma öncesinde sadece Şirketimizin ana hissedarlarına karşı sorumluyken, şimdi yatırımcılarımıza, küçük hissedarlarımıza karşı da sorumluyuz ve bu so-

“ Sinpaş GYO olarak konut projeleri geliştirmeye odaklanmakta ve bu yönümüzle diğer GYO'lardan farklılaşmaktayız. ”



rumluluğu taşıyabilmek için Şirketimizin tüm birimleri ile daha dikkatli, daha hesap verebilir bir şekilde çalışıyoruz. Sinpaş GYO olarak konut projeleri geliştirmeye odaklanmakta ve bu yönümüzle diğer GYO'lardan farklılaşmaktayız. İMKB'de işlem gören GYO'ların büyük bölümü sahip oldukları gayrimenkulleri kiraya vermekte

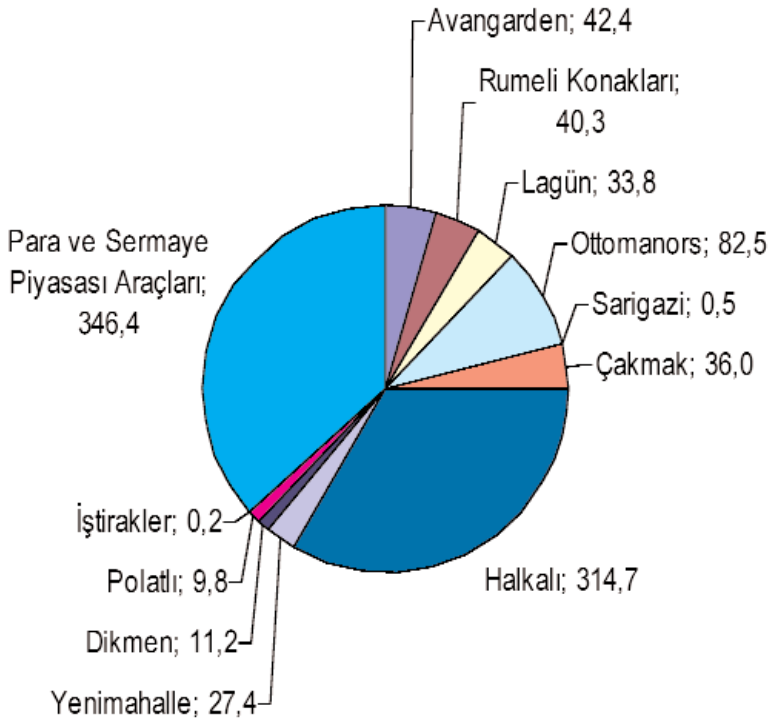
ve kira gelirlerini yatırımcıları ile paylaşmakta. Sinpaş GYO ise konut projeleri geliştirmekte ve gayrimenkul geliştirme faaliyetleri sonucunda ortaya çıkarttığı değerleri yatırımcıları ile paylaşmaktadır. Bu yönüyle yatırımcılar için ayrı bir alternatif durumundadır. Ayrıca, 31.12.2007 tarihi itibarıyla Şirketimiz 1,1 milyar YTL ile

piyasa değeri en yüksek GYO konumundadır ve tüm GYO'ların piyasa değerinin %35'ini oluşturmaktadır.

Şirketimizin portföyünde inşaatı devam eden 4 proje ve proje geliştirme çalışmaları devam eden 6 farklı arsa ve %25 oranında hissedar olduğumuz yine gayrimenkul projesi geliştiren bir iştirakimiz bulunuyor. İnşaatı devam eden projelerimizden iki tanesi, Avangarden ve Rumeli Konakları'nda ön satışlar tamamlandı ve teslim aşamasına yaklaşıldı. Lagün ve Ottomanors'ta ise ön satışlar devam etmekte. Yakın bir zamanda Halkalı'da geliştirdiğimiz Bosphorus City ve devamında Sarigazi'de geliştirme çalışmaları devam eden Aquacity Residences ile müşterilerimizin karşısına çıkmayı planlıyoruz. İstanbul'da ve Ankara'da sahip olduğumuz diğer arsaları da önümüzdeki senelerde projelendirerek yolumuza devam edeceğiz. Şimdiden önümüzdeki birkaç senede üzerinde çalışacağımız arsalarımızı hazırlamış durumdayız. Ancak halka arz gelirinden henüz gayrimenkul yatırıma yönlendirmedeğimiz yüksek miktarda nakdimiz var ve bunu da arsa alımında karşımıza çıkacak fırsatları değerlendirmek için kullanacağız.

Sinpaş GYO'nun halka arzının başarılı bir örnek olduğunu düşünüyorum ve gayrimenkul sektöründeki diğer oyuncuların da önümüzdeki dönemde GYO olarak örgütlenmek üzere çalışmalarını yoğunlaştıracağını tahmin ediyorum.

Sinpaş GYO Portföyü (mn. YTL)





BURAK SALTÖĞLU

*Hırs, bir sandalın yelkenini şişiren rüzgâra benzer;
fazlası gemiyi batırır, azı da gemiyi olduğu yerde tutar.*
Voltaire

Global Kriz ve Risk Yönetiminin Geleceği

Voltaire'in bu cümlesi finans piyasalarının çalışma mekanizmasını oldukça net bir biçimde anlatıyor aslında: piyasalar, kar etme hırsı olmadan etkin çalışmıyor ama aşırı kar hırsı da tüm sistemi bir çok finansal krizde gördüğümüz gibi tikiyor. Bu çerçevede, 2007 yılının başından beri devam etmekte olan finansal kriz başta piyasa düzenleyicileri olmak üzere birçok kurumun görev ve sorumluluklarını tekrar sorgulanır hale getirmiştir. Bu kriz sonlanır sonlanmaz, Enron skandalına tepki olarak geliştirilen Sarbanes Oxley benzeri, hatta daha da radikal bir finansal düzenleme yapılmasını beklemeliyiz. Bu yeni kurallar zincirinin içeriğini öngörebilmek için öncelikle yaşanan sorunun risk yönetimi bağlamındaki nedenlerine bakmak gerekir. Ardından yeni düzenlemelerin olası çerçevesini genel hatları ile tartışılacaktır... Ekteki tespitler ise yaşanan krizin genel nedenlerini vermektedir...

1. Para Politikası ile Finansal Düzenleme Otoritelerinin uyumlu çalışmaması

2002-2005 yılları arasında yaşanan emlak balonunun bir şekilde patlay-

cağı beklenirken bu ürüne bağlı türev ürünlerin boyutu ve yol açacağı sorunlar, düzenleyici otoriteler dahil olmak üzere kimse tarafından tahmin edilememişti. Krizin ciddi bir likidite darlığı yaratmış olması ve günlük fonlama düzeylerinde sorunlar yaşanması para politikaları uygulamalarında geç kalındığı yönünde eleştirilere yol açmıştır. Sorunun asıl kaynağı olan bankacılık ve finansal piyasa düzenlemelerdeki eksiklikler para politikasına yansımış, piyasaların beklentilerinin gerisinde kalan ABD Merkez Bankası FED büyük ölçüde eleştiriye maruz kalmıştır. Kriz yalnızca basit emlak balonu biçiminde gelişmiş olsaydı doğru zamanda yapılan faiz indirimi yeterli olabilirdi. Ancak, olayın kredi riski ve güven bunalımı ile ilişkisi de devreye girince salt para politikası beklenen etkiyi beklenen zamanda vermemiştir. Kanımca FED'in düzenleme ve denetim konularındaki sorumluluklarının diğer düzenleme otoriteleri ile koordinasyonu da yetersiz kalmıştır. Ayrıca, konut kredisinin yüksek risk düzeyine ulaşmasına seyirci kalınmasının yanısıra türev ürünü düzenlemelerinde de çok geç kalmıştır. Örneğin, 50 trilyon ABD Dolar-

lık Kredi Türevleri ve 510 trilyonluk diğer (Döviz, faiz ve hisse senetleri üzerine yazılan) türev işlemlerinin özellikle tezgâh üzeri kısmının hangi kurumla, kimle ve nasıl işlemlere konu olduğu tam denetlenenememiştir. Tüm bunlara ek olarak 6-7 trilyon düzeyinin üzerindeki yapısal ürünlerin (Structured Product) risklerinin gerçekleşmesi sonunda ortaya çıkan krize sadece FED'in düşük faizinin çare olacağını düşünmek doğru bir yaklaşım değildir. Süreci bu noktaya getiren düzenleme hataları ve denetimde koordinasyon bozuklukları gözden kaçırılmamalıdır.¹ 1.5 trilyon ABD Dolarlık varlık değerleri ile neredeyse denetim dışında çalışan hedge fonları da sorunun büyümesinde dolaylı olarak katkıda bulunmuşlardır. Sonuç olarak sorumluluğu sadece FED'in faiz indirimi sürecine geç başlamasına indirgemek bu derin sorunun kökenlerinin iyi anlaşılmasına neden olacaktır.

2. Risk Yönetimi Sistemleri ve Risk Yöneticileri Krizde Ne Kadar Suçludur?

Risk yönetiminde gerek metot gerek görev tanımı değişiklikleri 90'lı yıllar-

da başlamış ve 2000'li yıllarda yapılanma tamamlanmıştır. Genellikle risk yönetimi bölümlerinden sorumlu bölümler doğrudan yönetim kuruluna raporlamaktadır. Yaşanan son krizde risk yönetimi bölümleri görevlerini tam olarak yapmadıkları için eleştiri

“ Yaşadığımız son krizi şiddetlendiren ana unsur ise likidite riskidir. Dolayısıyla BASEL II'nin tam anlamıyla uygulandığı bir global sistemde dahi bu son krizde sermaye yeterliliği konusunda ciddi sorunlar yaşanması kaçınılmazdı. İkinci sorun, kredi riski ile başlayıp likidite riskine dönüşen bu tür krizlere karşı da BASEL II'nin ek sermaye gerekliliği içermemesidir.”

almış ve bu birimlerde çalışan pek çok üst düzey eleman işini kaybetmiştir. Bir anlamda krizin faturası büyük ölçüde risk yönetimi birimlerine çıkarılmıştır. Bu da kanımca yine sürecin iyi kurgulanmamasından kaynaklanmıştır. Risk yönetimi birimlerinin ellerindeki veriler kredi türevlerine verilmiş dereceler ve bunların istatistikî verilerinden oluşmaktadır. Bu birimlerin risk tolerans düzeyleri bankaların yönetim kurullarınca alınan düzeylerle belirlenmektedir. Bu çerçevede, sorun risklerin iyi hesaplayamamasından mı yoksa risk birimlerinin bankanın karlılık hedefleri ile çelişen önerilerinin karar sürecinde kullanılıp kullanılmamasından mı kaynaklandığı çok net değildir. Kanımca, risk yönetimi birimlerinin riski hesaplama sorunlarından çok karar süreçlerinde etkin olamamalarından problem yaratmaktadır. Bu konuda son karar risk yönetim birimlerinin değil, üst düzey yöneticilerinin yetkisindedir. Ancak, risk yönetimi bölümlerinin yılsonu kar paylarının kurumlarının karlılıkları ile paralel olduğu unutulmamalıdır.

3. BASEL II Bir Çözüm Olabilir miydi?

Benim düşünceme göre, BASEL II tüm dünyada yürürlükte olsa idi so-

run bu kadar sert olmamakla birlikte yine de yaşanacaktı. Öncelikle BASEL II kurumları sadece kredi, piyasa ve operasyonel risk konularında sermaye denetimine tabi tutmaktadır. Yaşadığımız son krizi şiddetlendiren ana unsur ise likidite riskidir. Dolayısıyla BASEL II'nin tam anlamıyla uygulandığı bir global sistemde dahi bu son krizde sermaye yeterliliği konusunda ciddi sorunlar yaşanması kaçınılmazdı. İkinci sorun, kredi riski ile başlayıp likidite riskine dönüşen bu tür krizlere karşı da BASEL II'nin ek sermaye gerekliliği içermemesidir. Son olarak BASEL II'de sermaye yeterliliği önemli ölçüde kredi derecelendiren firmaların verdiği notlarına bağlıdır. Bu kurumların metod sorunları sonuçları ciddi oranda etkilemektedir. Sonuç olarak BASEL II yerine belki de BASEL II-I adı altında yeni bir düzenleme ile likidite riski ve risklerin etkileşimi konuları denetime sokulabilir. Bu şekliyle BASEL II ilk stres testini geçemediğini göstermiştir.

4. Sonuç ve Beklentiler

Yaşadığımız kriz şu anki ara tespitler ne yönde olursa olsun risk ölçümü ve yönetimi ile finansal düzenlemeler açısından radikal önlem ve yenilikleri beraberinde getirecektir. Kullanılan türev ürün çeşitliliği ve yaygınlığı, işlem hacmi düzeyinin kontrolü, düzenlemenin koordinasyonu ve proaktif düzenleme ile risk yönetimi ilkeleri yeniden ele alınmalıdır. Yıllardır yakındığımız Türk finans piyasalarının sığlığı ise bu dönemde duran saat gibi günde bir kez doğruyu göstererek bir avantaja dönüşmüştür. Ancak, gelişen dünya konjonktürü bizi de harekete geçirecektir bu dünya çapında sürecin bizi hangi yöne çekeceği konusunda proaktif davranılmalıdır. Netice itibarı ile, 2007 krizi bize, düzenleyici otoritelerin, hırs rüzgarının finans piyasalarını yolundan çıkarması için daha fazla çaba göstermeleri gerektiğini göstermiştir.



¹ Detayına girmeden ABD'de banka ve finans kurumlarının denetim, düzenleme vb hukuki işlemlerinden sorumlu çok sayıda kurum vardır. Bunlar Office of thrift supervision (OTS), Office of the Comptrol of the Currency (OCC), Federal Deposit Insurance Commission (FDIC), Securities and Exchange Committee (SEC) ve FED. Bu kurumlardan birden fazlası aynı finans kurumunu denetlerken bazen farklı birimleri de denetlemektedirler.



Sınıflandırma ve Derecelendirme Çalışma Grubu: Elif Cengiz, Alparslan Kızılkaya, Kıvanç Erman, Meltem Öter, Cüneyt Demirkaya (Soldan sağa ayakta), Nilgün Tulay, Didem Gordon, Celal Reyhan, Elif Altuğ (Soldan sağa oturanlar)

İlk sayımızda Sınıflandırma ve Derecelendirme Çalışma Grubu'nun hazırladığı ve TKYD tarafından SPK'ya sunulan Fon Sınıflandırması çalışmasına ilişkin sorularımızı Grup Başkanı Didem Gordon ve Başkan Yardımcısı Celal Reyhan cevapladı.

Sınıflandırma ve Derecelendirme Çalışma Grubu

1. Sınıflandırma ve Derecelendirme Çalışma Grubu projeye nasıl başladı ve bu çalışmanın amacı neydi?

D.G.: Fon sektöründe mevcut ve geçerli olan sınıflandırma ve derecelendirme sistemlerinin, gerek kurumsal gerekse de bireysel yatırımcıların ihtiyaçlarını yeterli şekilde karşılayamadığından hareketle, yeni bir sınıflandırma ve bu sınıflandırmaya bağlı olarak bir derecelendirme standardının kurulması ve kullanılabilir hale getirilmesi amacıyla, TKYD Yönetim Kurulu tarafından bir Sınıflandırma ve Derecelendirme Çalışma Grubu oluşturulmasına karar verildi.

Projenin amacı Türkiye'deki yatırım ve emeklilik fonları için dünya standartlarında ve sektörün hem mevcut hem de yakın gelecekteki ihtiyaçlarını karşılayacak bir derecelendirme sistemi kurulmasına yönelik olarak fikir üretmektir. Bu amaçla, başarılı çalışacak bir derecelendirme sisteminin ilk ayağının fonların doğru sınıflandırılması gerekliliğine işaret edildi. Bu çerçevede mevcut yatırım fonları sınıflandırmalarında karşılaşılan zorluklara çözüm alternatifi olarak kalıcı, kullanılabilir SPK'nın düzenlemesini yapmak üzere üzerinde çalıştığı yeni ürünleri de kapsayacak yeni bir sınıf-

landırma yöntemi oluşturulması ve bu yöntem sayesinde oluşturulan yeni sınıflandırmalara mevcut fonların yerleştirilmesi kararı alındı.

2. Yatırım fonlarının mevcut sınıflandırmasıyla çalışma grubunun öneri taslağını karşılaştırır mısınız? Öne çıkan farklılıklar nedir?

D.G.: Mevcut sınıflandırmada yatırım fonları temelde portföylerinde bulunan kıymetlerin ağırlıkları baz alınarak A ve B tipi olarak ikiye ayrılıyor. Daha sonra bu iki grup kendi içlerinde yine kıymetlerin portföyde bulundurmaları zorunda oldukları ağırlıklarına göre

isimlendiriliyor. Örnek vermek gerekirse; portföyünde en az %51 oranında DİBS bulundurması gereken fonlara B Tipi Tahvil ve Bono Fonları deniliyor. Bu portföy sınırlarına sahip, portföylerinde uzun vadeli tahvil bulunduran yatırım fonları ile kısa-orta vadeli bir portföy yapısına sahip tüm fonlar aynı grupta yer alıyor ve durasyon (duration) sebebiyle riski birbirinden tamamen farklı olan ve bu nedenle farklı değerlendirilmesi gereken fonların getirileri kıyaslanır hale geliyor.

Sınıflandırma ve Derecelendirme Çalışma Grubumuzun yaptığı öneri taslağında öncelikle A ve B tipi ayrımı ortadan kaldırdı. Taslakta gruplandırma fon, grup, tür ve alt kategorileri içerecek şekilde yapıldı. Buna göre Kolektif Yatırım Araçları 5 ana başlıktan oluşmakta; Yatırım Fonları, Bireysel Emeklilik Fonları, Borsa Yatırım Fonları (ETF), Yatırım Ortaklıkları, Alternatif ve Yapılandırılmış Fonlar. Bu ana başlıklar da alt başlıklardan oluşuyor.

3. Bu yeni sınıflandırmayı oluştururken nasıl bir süreçten geçtiniz, hangi kriterler baz alındı, en çok hangi kriterler üzerinde tartışıldı bahsedermisiniz? Sizce gelişmiş piyasa örnekleriyle karşılaştırırsanız nasıl bir tablo oluşuyor?

C.R.: Sınıflandırma önerisinin oluşturulması sürecinde çalışma grubu üyelerimizle periyodik olarak yapılan toplantılar ve mail ortamında yapılan yazışmalarla gelişmiş piyasa örnekleri incelenerek Türkiye'deki yatırım ve emeklilik fonları için dünya standartlarında ve sektörün hem mevcut hem de yakın gelecekteki ihtiyaçlarını karşılayacak bir sistem ortaya koymaya çalıştık. Bu aşamada öncelikle sınıflandırmada baz alınacak kriterler belirlenmeye çalışıldı. Bu aşamada özellikle de hisse senedi taşıyan fonlar için temelde mevcut portföy yapısından hareket eden bir yaklaşım ve portföyde maksimum hisse senedinin ağırlığının temel kriter olarak benimsendiği

“Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları, genel yapıları korunmak koşuluyla, yatırım fonları ile ortak sınıflandırma kriterlerine göre şekillendirildi. Alternatif ve Yapılandırılmış Fonlar adı altında yeni bir sınıf oluşturuldu ve bu sınıfa Gayrimenkul Fonları, Serbest Fonlar, Kaldıraçlı Fonlar ve benzeri tüm yapılandırılmış ürünler konuldu.”

bir yaklaşım ön plana çıktı. Sıkı benchmark (karşılaştırma ölçütü) ve bant limitlerinin de belirtilmesini öngören bir üçüncü yaklaşım da önerildi. SGMK fonları için “durasyon” kriterinin esas olduğu ve ayırımın durasyon esasına göre yapılması gerektiği konusunda fikir birliğine varıldı. Tartışmalar sonucunda yatırım fonlarının sınıflandırılmasında kriter olarak fonun benchmarkında belirtilen varlık oranları esas alındı. Bu kapsamda ortaya çıkan sınıflandırma çalışması sektördeki şirketlere gönderilerek görüş istenildi ve çalışma SPK'ya gönderilmek üzere son haline getirildi. Buna göre genel hatlarıyla belirtmek gerekirse taslakta;

Likit Yatırım fonları, mevcut yapısını korudu ve 0-45 gün arası durasyonu olan fonlar bu gruba dahil edildi. Benchmarkında hisse senedi oranı %10'un altında kalan fonlar, ayrı bir kategori içerisinde değerlendirilerek %90 oranında DİBS taşıyan ve kalan %10 ile performansını artırmak isteyen tüm fonlar bu kategoriye dahil edildi ve bu kategoriye “Bono Artı”

denildi. Benchmarktaki baskın varlık sınıfının isimlendirmede kullanılması amacıyla benchmarkında %10-80 arasında hisse senedi bulunan fonlar “Karma Fonlar” kategorisi içerisinde sınıflandırıldı. Bu bağlamda, tanımlı benchmarkında %10-40 arasında hisse senedi tutan fonlar “Dengeli Karma”; %41-80 arasında hisse senedi tutan fonlar “Hisse Karma” olarak adlandırıldı. Benchmarkında hisse senedi oranı %80'in üstünde kalan fonlar, yatırım stratejilerine göre “Hisse Fon”, Uzmanlaşmış Hisse Fon” ve “Endeks Fon” olarak ayrıştırıldı. Yapısı itibarıyla VOB kullanmak suretiyle %100 üzerinde hisse senedi tutmayı amaç edinen ve bunu içtüzüğünde belirten tüm fonlar “Agresif Hisse Fonları” olarak adlandırıldı. Buna ek olarak, “unleveraged hedge fund” şeklinde portföyünü yönetecek ve hisse senedi oranını kendi tercihlerine göre belirleyecek, benchmarksız bir “Esnek Kategori” oluşturuldu. Yatırım Fonları ana sınıfı altında, Özel Fonlar, Emtia Fonları ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonları ayrı birer yatırım fonu türü olarak belirtildiler. Bireysel Emeklilik Yatırım Fonları, genel yapıları korunmak koşuluyla, yatırım fonları ile ortak sınıflandırma kriterlerine göre şekillendirildi. Alternatif ve Yapılandırılmış Fonlar adı altında yeni bir sınıf oluşturuldu ve bu sınıfa Gayrimenkul Fonları, Serbest Fonlar, Kaldıraçlı Fonlar ve benzeri tüm yapılandırılmış ürünler konuldu.

4. Yeni bir fon sınıflandırma önerisi oluşturduunuz, bundan sonraki aşamalar ne olacak?

C.R.: Sektör görüşlerini de dikkate alarak oluşturduğumuz bu çalışmayı, TKYD olarak SPK'nın görüşlerine sunduk. Sınıflandırma önerimizin SPK tarafından kabulünden sonra derecelendirme çalışmalarına hız vereceğiz.

5. Fonların derecelendirmesiyle ilgili nasıl ilerlemeyi planlıyorsunuz?

D.G.: Fonların derecelendirmesiyle ilgili olarak temelde sınıflandırmada

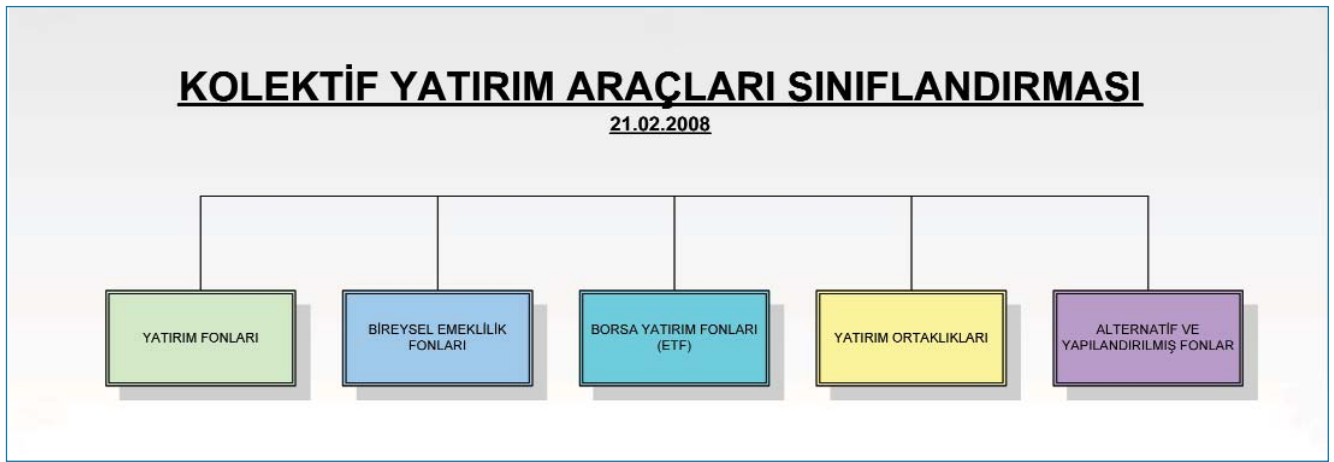
yaşanan sürece benzer bir süreç yaşanacak. Bu kapsamda karara bağlanan fon sınıflandırılması kullanılarak derecelendirme konusunda dünya uygulamaları incelenecek, daha sonra Türkiye fon piyasasının mevcut ve yakın gelecekteki ihtiyaçlarını karşılayacak bir Derecelendirme Sistemi

önerisi oluşturulacak. Bu aşamada Datascope'tan teknik destek alarak Derecelendirme Sistemi önerisinin TKYD Yönetim Kuruluna sunulacak ve ardından sektörün görüşleri alınacak ve ardından sınıflandırmada olduğu gibi bu görüşler değerlendirilerek SPK'ya sunulacak.

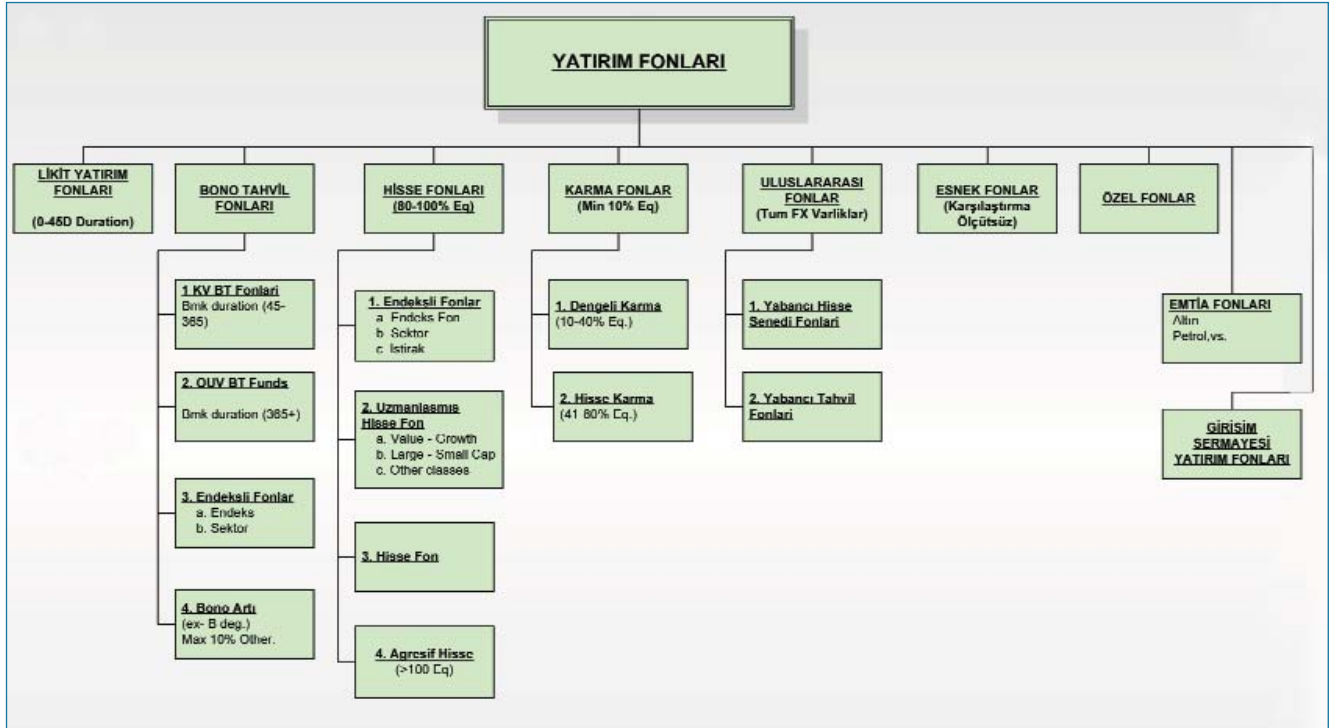
6. Piyasaya yeni giren-girecek fonlar nasıl sınıflandırılacaktır?

D.G.: Piyasaya yeni giren fonlar benchmarklarına göre ait oldukları kategoriye girecekler. Herhangi bir sınıfa girmiyorlarsa genel kabul esasına göre ya yeni bir sınıf oluşturulacak ya da sınıflandırma dışı kalacaklar.

Tablo.1 Kolektif Yatırım Araçları Sınıflandırması (21.02.2008)*



Tablo.2 Yatırım Fonları Sınıflandırması *



* 21 Şubat 2008 tarihinde SPK'ya sunulan fon sınıflandırması çalışması (Tablo 1 ve 2)

DR. MAHFI EĞİLMEZ



Olası Bir Krize Karşı Kurumsal Yatırımcılardan Yararlanma

Dünya, sıkıntılı bir dönemin eşliğinde görünüyor. ABD'den başlayan ekonomik bozulma öteki ülkeleri de önemli oranda etkileyerek bir küresel sıkıntıya doğru hızla ilerliyor. Bu sıkıntıyı bir krize dönüştürmeden aşmak için gerek FED gerekse öteki merkez bankaları bir takım önlemler almaya çalışsalar da bu önlemler yalnızca günü kurtarmaya yarıyor, orta vadeye yönelik bir iyileşme sağlayamıyor. Böyle bir durumda iki tür önlem alınabilir: İlki devletin alabileceği önlemler. Ne yazık ki sermaye hareketlerinin serbest olduğu günümüz dünyasında bunlar oldukça sınırlı. Örneğin Türkiye açısından yeni bir IMF programı bir çapa etkisi görebilir. Ama hükümet bu konuda pek istekli görünmüyor. İkincisi de kişi ve kurumların alabileceği önlemler. Bunlar da kişi ve kurumların ellerindeki kaynakları nasıl yönetecekleri konusuna gelip düşümleniyor.

Altın fiyatları yükseliyor, petrol fiyatları yükseliyor, dolar düşüyor. Dolar başlıca paralara karşı değer kaybederken YTL'ye karşı değer kazanıyor. Bu da bizim ekonomimizin ne kadar kırılgan ve edilgen bir yapıya sahip olduğunu ortaya koyuyor. Böyle bir ortamda bizim dünyadaki bütün yatırımcılardan daha fazla dikkatli ve seçici olmamız gerekiyor. Kurumsal yatırım şirketlerinin sunduğu çeşitli fonlar ve o arada Altın Fonu, şimdilerde, hiç olmadığı kadar

çekici görünüyor.

Günümüz dünyası artık bütün piyasaları neredeyse 24 saat izlemeyi ve ona göre karar alıp fon kaydırması yapmayı gerektiriyor. 2001 krizinden beri artık neredeyse herkes tarafından bilinen bir gerçek var. O da kriz dönemlerinde nakit paranın en önemli araç olduğu. Çünkü bu tür krizler aynı zamanda elinde parası olanlar için büyük olanaklar sunuyor. Şu sıralarda gayrimenkulünü satan birisinin krizden sonra onu yarı fiyattına alması bile mümkün. 2001 krizi bize bu dersi verdi.

Yatırım fonları son derecede kârlı ve likit yatırım araçları. Hem nakit para gibi likit kalmayı sağlıyor hem de son derecede iyi getiriler veriyor. Orta uzun vadede yatırım fonları hemen hemen bütün yatırım araçlarının üzerinde getiri sağlıyor. Ayrıca kriz zamanlarında da derhal nakde dönüp fırsatlardan yararlanmaya olanak sağlıyor.

Kişisel ve kurumsal fonların yönetimi artık her zamankinden çok daha fazla uzmanlık isteyen bir iş haline geldi. "Komşum söyledi", "arkadaşım borsada kazandı" gibi bir takım gerekçelerle yatırımların yönlendirilmesi devri küreselleşmeyle birlikte tarihe karıştı. Sağlam getiri elde etmenin yolu uzmanlıktan yararlanmaya dayanıyor. Kurumsal yatırımcılar, küresel sistemi sürekli izliyor ve müşterilerinin fonlarını ona göre yönlendirebiliyorlar. O ne-

denle kurumsal yatırımcılardan yararlanmak günümüz karmaşık mali sisteminde en akıllıca yol.

Yaptığım bir yatırım fonu yatırımla ilgili bir örnek vermek istiyorum. 1997 yılında Hazine Müsteşarlığı'na atanmadan hemen önce borsadaki birikimimi nakde çevirip bir yatırım fonuna yatırdım. Bu fon bana yılda ortalama yüzde 45 net getiri sağladı. Üstelik bu dönemin içinde 2001 krizi de vardı. Her ihtiyacım olduğunda da paramı derhal nakde çevirme olanağım bulunuyordu. Şimdi yatırım fonlarına bakıyorum aşağı yukarı hepsi benzer kazançlar veriyor.

Türkiye'de kurumsal yatırım kuruluşları çok yol aldı. Bu alanda pek çok uzman yetişti. Ben burada yalnızca yatırım fonları üzerinde durdum ama daha bir çok alternatif yatırım kanalı ve aracı var. Vadeli işlemler piyasası bunlardan birisi. Ayrıca uzun vadede emekli imkanlarından yararlanabilmek için kurulmuş emeklilik fonları söz konusu. Öte yandan yatırım fonları da bir çok farklı paket içinde ve son derecede esnek formlarda sunuluyor.

Kriz sıkıntısının kapıda olduğu dönemlerde en akıllıca görünen yatırım aracı yatırım fonları. Ama bunlardan hangisinin en iyi olduğuna karar verecek olanların mutlaka yatırım fonu uzmanlarıyla bir araya gelip yatırımını ona göre yönlendirmesi gerekiyor.



BELMA ÖZTÜRKAL

Psikoloji ve Finans Buluşabilir mi? Daniel Kahneman Etkisi

Kahneman kendisini tarif ederken, psikolojiyi seçmesinin dedikoduyu sevmesinden mi, yoksa hep ilginç dedikodular dinlemesinden mi kaynaklandığını bilmediğini söylemektedir.



Finans konusu klasik anlamda daha çok hesaplar ve modeller ile ifade edilen net sonuçların durumları ifade ettiği bir alan iken son yıllarda finans alanında **Davranışsal Finans** (Behavioral Finance) diye yeni ve ilgi çeken bir dal ortaya çıktı. Bu alanda yapılan çalışmalarda insanların düşünme ve karar verme şekilleri inceleniyor. İnsanların bazı kararları otomatik olarak verdikleri bilinen bir durumdur. Bazı durumlarda yargılar devreye girer. Bazen de bir sorgulama sürecinden geçerek karar alma aşamasına gelinir. Duyguların piyasa kararlarını, getirileri ve etkin kaynak değerlendirmesini etkilediği düşünülür. Bu çalışmalarda insanların algılarının rasyonel olmayan davranışlar sergileme ve rasyonel olmayan yatırım kararları verme doğrultusunda hareketler göstermesi yönündeki durumların varlığı ya da olasılığı bir inceleme konusudur. Bu çalışmalarda psikoloji ve finans bölümlerinin disiplinler arası iş birliği sözkonusudur.

Princeton Üniversitesi Psikoloji Profesörü Daniel Kahneman 2002 yılında Nobel Ekonomi Ödülü'nü almıştır. Princeton Üniversitesi internet sitesinden bakabileceğiniz CV'sinde yayınlarının adet olarak fazlalığı dikkat çekiyor. Nobel ödülü sonrasında da yayınlarına aynı hızla devam eden Kahneman, 2006 yılında Kruger ile birlikte yayınladığı çalışmaları "Daha zengin olsaydınız daha mutlu mu olurdu?" makalesi ile de oldukça dikkat çekmişti. Geçtiğimiz yıllarda da bir konferans için Türkiye'ye bir aracı kurum sponsorluğunda gelmişti. Daniel Kahneman'ın çalışmalarından ve kendi anlatımı ile kendisinden bahsetmek, çalışmalarından kesitler aktarmak isterim. Kahneman kendisini tarif ederken, doğa yerine insanlar ve laflarla büyüdüğünü belirtmektedir ve psikolojiyi seçmesinin dedikoduyu sevmesinden mi, yoksa hep ilginç dedikodular dinlemesinden mi kaynaklan-

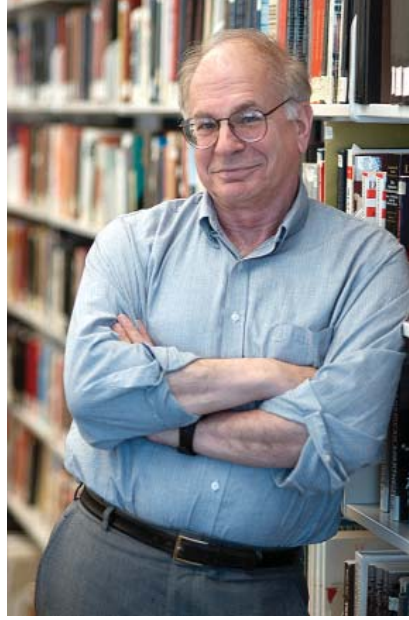
dığını bilmediğini söylemektedir. Matematiksel psikoloji kitaplarındaki bazı soruları incelerken sorulan seçenekli soruların kar ve zarar üzerine baz edilmesinden yola çıkarak genellikle kazanç üzerine inşa edildiğini farketmiştir. Bu durumun rasyonel olmadığını ve psikolojik olarak mümkün olmadığını düşünerek pek çok önemli çalışmasını beraber yaptığı Amos Tversky ile bu konu üzerine yoğunlaşarak çalışmalar yapmıştır. Bu çalışmalarını yaparken **Davranışsal Ekonomi**'nin de yolunu açtığını da bilmiyordu. Tversky profesyonel hayatında çok önem taşır ve beraber pek çok çalışma yapmışlardır.

Araştırmalarında insanların karar verme mekanizmalarını ve süreci anlamaya çalışmıştır.

Örneğin çoğunluk ortalamasının üzerinde araba kullandığını düşünür, ancak çoğunluk ortalamasının üzerinde olursa ortalamasının altında olanlar ortalamayı değiştirecektir. Bu da matematiksel olarak mümkün değildir.

Kişiler zararı pek tercih etmez, bu demektir ki 20 YTL kaybetme ihtimali olan bir durumu ancak 40 YTL'den fazla kazanma ihtimalinin bir arada olduğu bir durumda dikkate alır. Kahneman Tversky ile beraber karar verme mekanizmasına en faydalı olan çalışmalarının zarardan kaçma (loss aversion) konusunu olduğunu düşünmektedir.

Diğer bir gözlemleri de "Yansıma" adını verdikleri durumdu. Sayıların başında bulunan pozitif ve negatif işaretlerini kaldırdıklarında sonuçlara bakışlarının değiştiği oldu. Yani 100% garantili 900 YTL kazanmayı 90% ihtimal ile 1000 YTL kazanmaya tercih ediyorken, 100% ihtimal ile 900 YTL kaybetmektense, 90% ihtimal ile 1000 YTL kaybetmeyi tercih ediyorlardı.



DANIEL KAHNEMAN

Soruların nasıl formalize edildiğinin de kişilerin kararlarına çok fazla etkisi olduğunu gördüler. Burada deneklere aynı soru iki ayrı çerçevede soruldu. A) Bir salgın hastalık sonucunda ya 200 kişinin yaşamasını ya da 1/3 ihtimalle 200 kişinin hayatının kurtarılacağı ve 2/3 ihtimalle 600 kişinin yaşayacağı bir durumu seçmek veya B) 400 kişinin ölümünü ya da 1/3 ihtimalle 200 kişinin hayatının kurtarılacağı ve 2/3 ihtimalle 600 kişinin yaşayacağı bir durumu seçmek durumunda kalan denekler A şıkkında 200 kişinin yaşamasını seçerken diğer B sorgulamasında 40 kişinin ölmesini değil ihtimalli olan şıkkı tercih ediyorlardı. Yani B şıkkı söz konusu olduğunda kumar tercih ediliyor, A şıkkı söz konusu olduğunda risk alınmayıp kumar oynanmıyordu. Kişilere bu durumun mantıksız olduğu söylendiğinde utanıyorlar ancak düzeltici bir değişiklik yapmıyorlardı. Bu durumu çözecek ahlaki içgüdülerin olmadığını farkındaydılar.

Econometrica dergisinde karar verme konusunda makalelerinin yayın-

“ Davranışsal Finans son yıllarda bir alt dal olarak önem kazandı ancak bazı kritik yapan görüşlere göre, bu daldaki araştırmalar çok uzun soluklu devam etmeyecek. ”

lanmasını isterken sadece bu konuda en iyi makalelerin Econometrica'da yayınlandığını bildikleri için o dergiyi seçmişlerdi. Eğer o dergi değil başka bir psikolojik akademik yayın seçilseddi ekonomi alanına etkileri acaba ne hızla ve ne şekilde olacaktı. Bu seçimi yaparken ekonomi alanını etkileme gibi bir niyetleri ve düşünceleri yoktu.

Stanford Üniversitesi'nde çalışmalar yaparken yine davranış bilimi ve ekonomi üzerinde çalışmalar yapan Richard Thaler ile birlikte çalışmalara da başladı. Thaler de yine önemli bir çalışma arkadaşısıdır.

Davranışsal Finans son yıllarda bir alt dal olarak önem kazandı ancak bazı kritik yapan görüşlere göre bu daldaki araştırmalar çok uzun soluklu devam etmeyecek. Zaman bu konudaki görüşlerin doğru olup olmadığını gösterecek ancak kısa sürede insanların psikolojisini daha iyi anlayabilen, karar verme süreçlerini doğru analiz eden, içgüdüsel davranışlarını ölçebilen ve bu konuda yatırım stratejileri geliştirebilen bireysel yatırımcı, portföy yöneticileri ve trader'lerin fark yaratma olasılığı daha fazla olacak gibi görünüyor.

Ne dersiniz?

Kaynak: www.nobelprize.org

Daniel Kahneman –autobiography, -prize lecture

Fidelity Magellan'ın dönüşü



PETER LYNCH

Efsanevi fon yöneticisi Peter Lynch'in ün kazandığı Fidelity Magellan, uzun süredir kapalı olan kapılarını 15 Ocak tarihinden itibaren yeni yatırımcılara açtı.

Magellan 1980'lerin "boğa piyasasının" en gözde yatırım fonlarından biriydi. Peter Lynch'in yönetimi altında 1977-90 yılları arasında yıllık ortalama % 29 getiri ile fon yönetimi tarihine geçen göz kamaştırıcı bir performans elde etti. Lynch'in basit yatırım stratejisi olan "bildiğin hisselerle yatırım yap" felsefesi ile başarı kazanan fon yatırımcıların ilgisi ile 14 milyar dolar büyüklüğe ulaşmıştı. Daha sonra, 1990 yılında Lynch, "hayatta yapacak başka şeyleri de olduğunu" ileri sürerek fon yönetiminden aniden çekildi.

Daha sonraki selefleri ne yazık ki Lynch'in başarısını sürdürmedi. Morris Smith 1990-92 arasında % 13 ortalama getiri sağladı ve bu kısa süre sonrasında fon yönetiminden ayrıldı.

Yerine gelen Jeffrey Vinik, % 17 getiri sağlamasına karşın, 1995 yılında teknoloji hisselerinden çok şiştiği gerekçesiyle bonolara geçmesi ile hatırlanır. Bu, yaklaşık beş yıl erken yapılan "zamanlama" fona önemli prestij kaybettiği.

Yine de Fon'a önemli miktarda para girişi devam etmekteydi ve aşırı hantallaştığı gerekçesiyle fon 1997'de yeni yatırımcılara kapatıldı. 2000 yılında 110 milyara ulaşan fon büyüklüğü ile dünyanın en büyük yatırım fonu olmuştu. Ancak, internet balonu sonrasındaki ayı piyasasında başarısını sürdürmeyince küçülmeye başladı. 2005 yılında Microsoft ve Ford Motor şirketleri 401 k emeklilik planlarından bu fonu çıkardılar.

Bugün Amerika'nın en büyük hisse fonu American Funds Grubu'ndan "Growth Fund of America" 193 milyar dolarlık varlıkları ile 45 milyar dolarlık Magellan'ı gölgede bırakmaktadır.

Ancak Magellan 2005 yılında Harry Lange'nin yönetime geçmesi ile toparlanmaya başladı. Yerine geçtiği Robert Stansky, yönetimde bulunduğu sekiz yılda S&P 500 endeksinin % 8'lik performansının bir puan gerisinde kalarak fonun popülaritesini kaybetmesine yol açmıştı. 2007 yılında %19 getiri ile aynı gruptaki fonların üçte ikisinden ve S&P 500'ün % 6'lık getirisinden daha iyi bir performans ile başarılı bir yıl geçirdi.



HARRY LANGE

Bill Miller

bu kadar şanslı olabilir mi?

Efsane yatırımcı fonu yönetmeni Bill Miller tartışılıyor; 1990'dan bu yana elde ettiği başarılar rastlantı mıydı? Legg Mason Varlık Yönetimi'nin amiral gemisi Value Trust Yatırım Fonu ile 1990'dan bu yana S&P 500 endeksinin üzerine çıkarak büyük bir başarı elde eden Bill Miller, son iki yıldır art arda bu endeksin gerisinde kalması şaşkınlık yarattı. Geçen yıl Value Trust yüzde 6.7 kaybettirirken, S&P 500 yüzde 5.49 kazandırdı. 2006'da S&P 500'ün yüzde 9.9'una karşılık Value Trust yüzde 5.9'luk bir performans gösterdi.

İkinci yılda da yatırımcılara zarar ettirince, kimi uzmanlar Miller'in yıllardır şans faktörü sayesinde başarılı olduğunu savundu. Ancak, Bill Miller'a inananlar bu efsanevi fon yöneticisinin 15 yıl arka arkaya S&P 500'ü geçerek bir rekor kırdığını, bunun tamamıyla bir öngörü ve beceri olduğunu belirtiyorlar. Çoğunlukta olan tarafsız yatırımcılar ise, zor bir kararın arifesinde; Fonda kalırsak ne kadar bir süre bekleyelim? Ve eğer satarsak, ya Bill Miller eski performansını yakalarsa?

Bill Miller ise hala iddialı. Legg Mason yatırımcılarına gönderdiği yıllık mektupta, günümüzün ekonomik koşullarının 1989 ve 1990 ile benzerlikler taşıdığını; 1990'larda kötü bir başlangıcın ardından iyi perfor-

mans gösteren –konut, finans ve tüketiciye odaklı şirketler gibi- bu yıl sıçrama yapacağını vurguluyor. Miller ayrıca yatırımcılara, Legg Mason Varlık Yönetimi'nin elinde yüklü miktarda bulunan iki şirketi öneriyor: Yahoo ve Countrywide Financial.

Legg Mason, Countrywide'in yüzde 15'ine sahip ve bu oranı yüzde 25'e çıkarmayı planlıyor. Geçen yıl konut krizine dayalı piyasa dalgalanmalarında hisseleri son 7 yılın en düşük düzeyine inen mortgage şirketi Countrywide, Ocak ayında 4 milyar dolara Bank of America'ya satılmıştı. Legg Mason, Yahoo'da ise, ikinci büyük hissedar. Bilindiği gibi Yahoo, Microsoft'un 42 milyar dolarlık (hisse başına 31 dolar) teklifini reddetmişti.

Ünlü fon yöneticisinin "şanssızlığı" 2008 yılında da devam ediyor. Contrywide, KB Home'daki yanlış pozisyonlarının ardından şirketin Amiral Gemisi "Legg Mason Trust" in Bear Stearns'in çöküşünden de ciddi yara aldığı söyleniyor. Yılbaşında hisse başına 88 dolar fiyattan işlem gören Şirket, bilindiği gibi Mart ayı başında likidite krizi nedeniyle batma eşiğinde iken J.P, Morgan tarafından hisse başına yalnızca 2 dolardan satın alınmıştı. Fon'un Bear Stearns hisselerinde aldığı pozisyondan 198.6 milyon dolar zarar yazdığı hesaplanıyor.



BILL MILLER

Bill Miller'a inananlar bu efsanevi fon yöneticisinin 15 yıl arka arkaya S&P 500'ü geçerek bir rekor kırdığını, bunun tamamıyla bir öngörü ve beceri olduğunu belirtiyorlar.

Kuşkuyla bakılan can simidi: Devlet Varlık Fonları

1970'lerde petrol zengini ülkelerce kurulan servet fonları hızla büyüdü ve bugünlerde 3 trilyon dolarlık büyüklüğe ulaştı. Petrol zengini Arap ülkeleri ve cari fazla bolluğundaki Asya ülkeleri, dünya borsalarında yaşanan çalkantılı dönemde, bankacılık sektörüne yatırım yaparak, ayakta kalmasını sağladı.

Devlet Varlık Fonları bir süredir duyduğumuz yeni bir kavram; hükümetler tarafından bir başka ülkenin para birimiyle tutulan aktifler diyebiliriz. Kuşkusuz bütün ülkelerin döviz rezervleri vardır. (Bugünlerde genellikle dolar, euro veya yen olarak tutulur.) Büyük cari işlemler fazlası veren Çin, 1.5 trilyon dolara ulaşan rezerviyle bu konuda açık ara en zengin ülkedir. Yüklü dış borcu olmayan, bütçesi ve cari işlemler dengesi fazla veren bir ülke, acil işler için ihtiyacı olduğunu hesapladığından daha fazla rezerv akışına sahiptir. Tıpkı Çin gibi... Böylece, bu ihtiyaç fazlası kaynakları yönetmek amacıyla bir servet fonu kurabilir. Merkez bankası rezervleri, Devlet Varlık Fonu sayılmadığından, bir ülkenin tahvil, hisse senedi ve diğer finansal araçlardan oluşan bir fon ile ulusal tasarrufları değerlendirme yöntemi de diyebiliriz.

Devlet Varlık Fonları, 1950'den bu yana vardı, ancak dünya çapında toplam hacmi, son 10-15 yılda çok hızlı arttı. 1990'da servet fonlarının büyüklüğü yaklaşık 500 milyar dolardı. Şimdi toplamı tahminen 2-3 trilyon doları buldu, cari işlemler fazlalarına dayalı olduğu düşünülürse 2012'de 10 trilyon dolara ulaşabilir.

Kuşkusuz, devlet fonlarındaki büyümenin nedeni emtia fiyatlarında yaşanan hızlı artış ve büyük küresel dengesizlikler... Tabii, önümüzdeki dönemde, Çin ve petrol üretici-



si ülkelerin merkez bankalarının rezervlerinin hızla artacağı düşünülüyor. Ülkelerin rezervlerini değerlendirmekte muhafazakar borçlanma piyasası araçlarını terk ederek, saldırgan bir biçimde ulusal fonlara daha çok rezerv ayırması beklenebilir.

Halen 20'den fazla ülke bu fonların sahibi ve yaklaşık yarım düzinesi de bir tane kurmaya niyetli olduğunu açıkladı. En büyük fonlar, petrol zengini Körfez ülkeleri ile nakit zengini Asya ülkelerine ait. En büyük beş fon toplam aktiflerin yüzde 70'ini oluşturuyor. Yine aktiflerin yaklaşık yarısı petrol ve doğal gaz ihracatçıların elinde. Norveç'in büyük bir ulusal fonu var, aynı zamanda Alaska, Kanada, Rusya ve Trinidad ve Tobago gibi petrol üreticilerinin de... Toplam aktiflerin üçte biri de Avustralya, Çin, Singapur gibi ülkelerin yer aldığı Asya-Pasifik havzasına ait.

Peki 3 trilyon dolar büyük bir para mı? Yaptığınız karşılaştırmaya bağlı... ABD'nin gayrisafi yurtiçi hasılası 12 trilyon dolar ve ABD Doları olarak işlem gören menkul değerlerin (tahvil ve hisse senedi) toplam değeri 50 trilyon dolar olarak tahmin ediliyor. Ve dünyada işlem gören tüm menkul değerlerin de 165 trilyon dolar olduğu varsayılıyor. Bu durumda, 3 trilyon dolar önemli bir miktar ama o kadar da büyük değil.

Ancak, devlet fonlarının toplamı gelişmekte olan ülke piyasaları ile karşılaştırıldığında "büyük" diyebiliriz. Afrika, Ortadoğu ve gelişmekte olan Avrupa piyasalarında işlem gören menkul değerlerin toplam değeri 4 trilyon doları buluyor, bu aynı zamanda tüm Latin Amerika bölgesindeki piyasalarında toplam değeri. Devlet fonları, 2 trilyon dolarlık bir hacmi olan hedge fon piyasasını da geçmiş durumda.

İşte, Devlet Varlık Fonları'nın potansiyel riskleri ile ilgili tartışmalar da bu noktada başlıyor. Bu fonların, özellikle gelişmekte olan ülkelerde stratejik öneme sahip şirket hisselerini satın

alması sorun yaratmaya başladı. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, telemek, petrol, enerji dağıtım şirketleri veya limanlarının, tamamı yabancı bir ülkenin kontrolündeki fon tarafından alınmasını istemiyor. Çünkü son derece akışkan olan piyasalarda, bu fonların yapacağı yüklü miktardaki giriş-çıkışların bir finansal krizin fitilini ateşleme olasılığı oldukça yüksek.

Aslında sadece gelişmekte olan ülkeler değil, ABD bile bazı şirketlerine yapılan tekliflerden rahatsız oldu. Ancak, satın alma teklifini verenler kamu şirketi ve daha da önemlisi daha o zamanlar, ufukta finansal piyasadaki kriz henüz görünmemişti. Dubai hükümetinin sahip olduğu, liman işletmecisi DP World, ABD'de New York ve New Jersey limanlarının da işletmesi dahil olmak üzere ABD'de P&O şirketinin faaliyetlerini satın almak için teklif verdiğinde, 11 Eylül ertesinde stratejik altyapının Arapların eline geçeceği tartışması patlak vermiş ve Washington'un da baskısıyla teklif reddedilmişti. Aynı şekilde, daha 2005 Haziran'ın da Çin ulusal petrol şirketi, Kaliforniya merkezli petrol şirketi Unocoal'ı satın almak istediğinde yine ortalık karışmıştı.

Oysa, şimdi küresel piyasalarda bir kriz yaşanıyor ve devlet fonlarının yaptığı bütün alımlar bir can simidi özelliği taşıyor. Piyasalarda 2008 yılıyla birlikte şiddetlenen değer kayıpları ve özellikle dev finans-bankacılık şirketlerinin büyük zararları nedeniyle, devlet fonlarının yaptığı saldırgan alımlara ses çıkarmak şöyle dursun destek veriliyor. Çünkü bankacılık sisteminin zararı 150 milyar doları aşmış durumda ve daha da devam edecek. ING, dünya ekonomisiyle ilgili son raporunda, zararın 400 milyar dolara ulaşacağını tahmin ediyor. Son olarak HSBC, 2007 yılında ikincil mortgage işlemlerinden 17.2 milyar dolar zarar bildirdi, Citigroup'un zararı 18, Merrill Lynch'in 14.1, UBS'in ise 13.5 milyar dolar.

Bundan dolayıdır ki, 15 Ocak'ta Singapur, Kuveyt ve Güney Kore ulusal fon-

ları, dünyanın en büyük bankası Citigroup ve dünyanın en büyük aracı kurumu Merrill Lynch'e 21 milyar dolar sermaye enjekte edeceğini açıkladığında, kredi krizinde büyük bir servet kaybeden iki banka yönetimi ve tabii ki piyasalar rahat bir nefes aldı.

Birleşik Arap Emirlikleri'nin 875 milyar doları yöneten Abu Dhabi Yatırım İdaresi, Citigroup'ta 7.5 milyar dolarlık hisse aldı, Çin, menkul değerler firması Blackstone'a 3.5 milyar dolar ile ortak oldu. Singapur'un ulusal fonu Temasec ve GIC, UBS'e 10 milyar dolar, Çin, Morgan Stanley'e 5 milyar dolar enjekte edenler arasında. Morgan Stanley'e göre, son 10 ayda nakit zengini ulusal fonlar, ikincil mortgage yükü altında ezilen gelişmiş dünyanın finans sektörüne 69 milyar dolar aktı. Tabii, sadece finans sektörü değil. Örneğin, Dubai, henüz açıklanmayan miktarda Sony hissesi satın aldı.

İlk bakışta kapitalizm çalışıyor gibi görünüyor. Para, yoğun tasarrufu olan ülkelere, buna ihtiyacı olanlara akıyor. Asya ve Arap hükümetleri, dev miktardaki rezervlerini düşük faizle elde tutmaktansa, bunları yüzde 9-11 gibi nispeten yüksek kupon oranlı hisse senedine çevrilebilir tahvil ihraçlarıyla daha profesyonel bir şekilde yönetiyorlar. Ancak, iki konuda kaygı var.

Birincisi, bu fonların içeriği ile ilgili. Maalesef, ulusal fonlar hakkında bilinmeyen çok şey var. Çok azı, aktifleri, yükümlülükleri veya yatırım stratejileri hakkında bilgi yayımlıyorlar. Gelecekte olarak, "al ve tut" yatırım stratejisini benimsediklerinden dolayı, sadece "uzun vadeci" oldukları biliniyor. Kısa vadeli "al-sat" yapmıyorlar.

İkincisi ve daha önemlisi, bu fonların korumacıları ve ulusalcıları provoke etmesi. Örneğin, Fransa Devlet Başkanı Nicolas Sarkozy, "masum" Fransız şirket yöneticilerini, "fazlasıyla saldırgan" ulusal fonlardan koruma sözü verdi. Devlet Varlık Fonları, halen dünya çapında işlem gören menkul değerlerin

yüzde 2'sini oluştursa da, çok hızlı büyüyorlar. Hacim olarak küresel hedge fon endüstrisinin üzerine çıktılar. Ancak, hedge fonların aksine, bu fonlar yoğun biçimde kar-zarar baskısıyla yönetilmiyor. Bazı istisnalar dışında (Örneğin Norveç) hedeflerinin ne olduğu konusunda bir netlik yok. Tüm bunlara rağmen, batmanın eşiginde bulunan yatırım yaptıkları şirketlerin yöneticileri kendi koltuklarını korumalarını sağlayan bu "uzun vadeli yatırımcıları" tanrının hediyesi olarak benimseyerek başlıklarına basıyorlar.

Bütün mesele, bu fonların daha şeffaf olması... Geçen yaz, ABD Hazine yetkilisi Clay Lowery, IMF'nin Devlet Varlık Fonları hakkında işleyiş kuralları hazırlaması önerisinde bulundu. Hedef, stratejilerinin ve yatırımlarının şüpheye yol açmayacak biçimde açık olmasıydı. Ancak, şeffaflık tek başına ihlale veya korumacılığa mani olmuyor. Bu nedenle, ev sahibi ülkelerin ulusal fonlara nasıl ev sahipliği yaptığını araştıran OECD önem kazanıyor. Örneğin, birçok ülke, devlet fonlarının banka satın almasına sınır koyabilir.

Çünkü, genellikle birçok hükümet mevduatı sigortalıyor ve güven eksikliği finans sistemine hasar verebilir. Aynı şekilde bir çok ülke savunma teknolojisi ve kamusal hizmetler sektörlerinin sahipliğini de sınırlı tutuyor. Uzmanlara göre, yeni kısıtlamalara, ulusal fonları özel bir vaka haline getirmeye gerek yok. Herkesin uyabileceği, önceden öngörülebilir kurallar getirmek yeterli. Önemli olan, hem ev sahibi ülkenin hem de ulusal fonun ortak çıkarlarının güven inşa etmekte olduğunu görmelerinden geçiyor.

Zenginler ligi

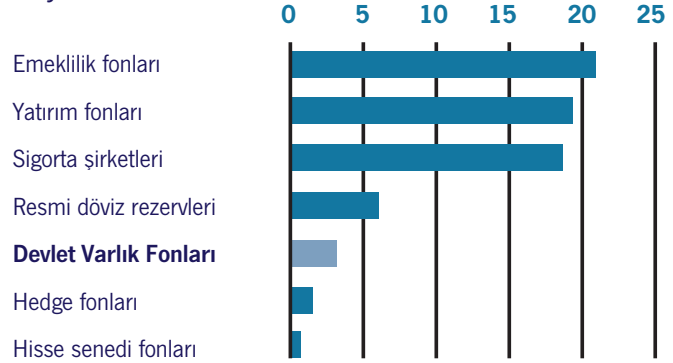
En büyük Devlet Varlık Fonları

ÜLKE: Fonun Adı	Aktifler (Milyar \$)	Kuruluş Yılı
BAE: Abu Dhabi Yatırım İdaresi	875.0	1976
Norveç: Devlet Emeklilik Fonu	380.0	1996
Singapur: GIC	330.0	1981
Suudi Arabistan: Çeşitli	300.0	na
Kuveyt: Gelecek Nesiller İçin Rezerv Fonu	250.0	1953
Çin: Çin Yatırım Kurumu	200.0	2007
Singapur: Temasek Holding	159.2	1974
Libya: Petrol Rezerv Fonu	50.0	2005
Katar: Katar Yatırım İdaresi	50.0	2005
Cezayir:	42.6	2000
ABD: Alaska Kalıcı Fon Kurumu	38.0	1976
Brunei: Brunei Yatırım İdaresi	30.0	1983
Diğer	171.4	-
Toplam	2,876.3	-
Petrol-gazla bağlantılı olanlar	2,103.4	-

Kaynak: Morgan Stanley

Hedge fonları geçti

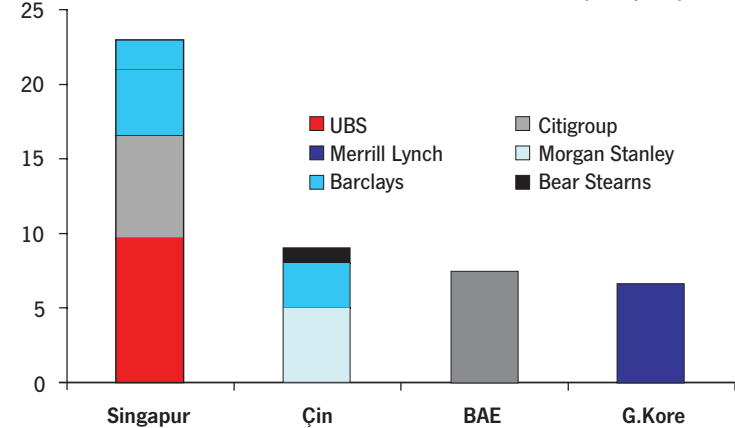
Yönetilen küresel aktifler
Trilyon \$



Kaynak: Morgan Stanley

Bankacılığa can simidi

Devlet Varlık Fonları'nın bankacılık sistemine sermaye enjeksiyonu



Kaynak: Bloomberg

EFAMA Gündemi

Finansal Araç Piyasaları Direktifi (MiFID-Markets in Financial Instruments Directive)

Finansal kurumlar tarafından sunulan hizmetlerin sayısının hızla yükselmesi ve her geçen gün artış gösteren finansal enstrümanların karmaşık yapıları, MiFID Direktiflerine ihtiyaç duyulmasına neden olmuştur. Finansal Araçların Pazarlanması ile ilgili Avrupa Birliği (AB) Direktifi olarak tanımlayabileceğimiz MiFID'in amacı, yatırımcıların korunmasını gözetmek ve fiyat şeffaflığını sağlayarak, üye ülkeler arasında yapılan sınır ötesi "cross-border" hizmetlerin en doğru şekilde yürütülmesini sağlayacak kuralları düzenlemektir. Finansal kurumların faaliyetleri ve organizasyonları çerçevesinde uyulması zorunlu olan yeni ve kapsamlı kurallar geliştiren MiFID, 2007 yılının Kasım ayında üye ülkeler arasında yürürlüğe girmiştir. Üye ülkeler arasındaki ulusal seviye farklılıkları sebebiyle uygulamada sıkıntılar yaşanmaktadır.

Söz konusu direktifler sayesinde finansal kurumlar, sahip oldukları "tek pasaport" ile kendi ülkelerindeki yetkili otoritelerin de iznini alarak üye ülkeler içerisinde en az bürokratik koşullar ile yatırımcılarına hizmet sunabilmektedir. Bu düzenlemeyle birlikte finansal kurumların sınır ötesi "cross-border" işlemlerinin artması, şeffaflığın rekabet ortamını iyileştirmesi ile birlikte maliyetlerin de azalması beklenmektedir.

MiFID direktifleri kapsamına giren finansal hizmetler genel anlamda;

emirlerin alınmasını, iletilmesini ve gerçekleştirilmesini, kurumun kendi adına işlem yapmasını, portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı hizmetini ve halka arzlarda aracılık faaliyetlerini içermektedir.

MiFID, finansal kurumların faaliyetlerine ve özellikle iç kontrol, risk yönetimi, mevzuata uygunluk, sistem, kayıtların tutulması ve dış kaynak kullanımı "outsourcing" konularına ilişkin organizasyon yapılarına yeni ve sıkı düzenlemeler getirmektedir. Finansal kurumların müşterileri adına işlem yapması ve verilen emirlerin kabul edilmesi MiFID içerisinde yeniden düzenlenmiştir. Ayrıca, finansal kurumların öncelikle kendi hesabına yaptığı işlemlerde şeffaflığın sağlanması konusunda talepler artmıştır.

Bugün tartışılan konuların başında level playing field yaklaşımının farklı yatırım ürünleri açısından rekabet ortamını sağlayacak şekilde oluşturulması ve MiFID direktifleri içerisinde finansal kurumların yarattıkları ürünler için uyguladıkları komisyon oranlarının şeffaf bir şekilde açıklanması gelmektedir.

Fon Piyasasında Uyumlandırma (Level Playing Field - LPF)

Avrupa Birliği'nde Fon Piyasasında bütün ürünlerin satıldığı pazar aynı olmakla birlikte, ülke ve ürün bazında düzenlemeler farklı seviyelerde bulunmaktadır. Bu duruma Fon Piyasasında Uyumlandırma yani LPF (Level Playing Field) olarak adlandırılmaktadır. Tutarlı bir yaklaşımla, yatırımcı-

rı korumak ve yanlış şekilde yatırım yapmalarını engelleyebilmek amacıyla, hayat sigortaları dahil benzer nitelikteki yatırım araçlarının, yatırımcıların doğru karar alabilmeleri açısından LPF içerisinde şeffaf bir şekilde sunulmasına ihtiyaç duyulmaktadır. LPF içerisinde tasarruf ve emeklilik ürünlerinin rekabetini düşündüğümüzde, hem üretim hem de satış aşamasında yatırım araçlarının avantajlarının net olarak biliniyor olması gerekmektedir. LPF, geniş ve karşılaştırılabilir yatırım araçları arasında yatırımcıların ön yargısız yatırım kararlarını verebilmelerine olanak sağlamaktadır. Böylece ürünler arasında rekabetin artmasıyla beraber maliyetlerin azalması beklenmektedir. Bu durum yaratılan avantajların artmasına neden olup özellikle uzun vadede daha fazla yatırımcının, tasarrufları ve emeklilikleri için LPF içerisinde yatırım araçlarına ilgisini artıracaktır.

Diğer taraftan rekabet içindeki yatırım araçlarının kapsadığı yapısal ürünlerde oluşabilecek şeffaflık eksikliğinin nasıl denetleneceği önemlidir. Ürünlerin içeriği, risk analizi, ve maliyetleri konularında şeffaflığın aynı boyutlarda olmaması, MiFID direktiflerinin uygulanmasını zorlaştırmaktadır.

Yatırım Fonları Sınıflandırması (A Pan-European Classification of Investment Funds - EFCF)

Avrupa Birliği'nde Yatırım Fonları Sınıflandırması EFCF Classification olarak adlandırılmaktadır ve 2002 yılında kurulmuştur. EFCF'nin başlıca

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



amacı, Avrupa Bölgesi'nde sınır ötesi "cross-border" satışı yapılan çok fazla sayıda fonların mevcut sınıflandırılmasını, doğru bir şekilde sektör ve benzer gruplara göre kategorize etmektir. EFCF, portföy yönetim şirketleri, data vendor şirketler ve fon veri sağlayıcı kurumların oluşturduğu bir platformdur. Söz konusu sınıflandırmanın uyarlanması ile birlikte yatırımcılar, fonları gerçek ve doğru şekilde birbirleri ile kıyaslayabileceklerdir.

EFCF'in yaptığı çalışmalar sonucunda, yatırımcılar ve portföy yönetim şirketleri için fonların kıyaslanmasını mümkün kılacak şeffaf bir ortam yaratılacak, fon kategorileri sınırlandırılarak fonların portföy kompozisyonları yakından takip edilecek ve fonlar hakkında bilgi sağlayan kurumların bağımsız şekilde fonların sınıflandırma kriterlerine uygunluğu sağlanmış olacaktır.

EFCF'in sınıflandırmasında genel yapı dört kategoriye ayrılmıştır. Asgari %85 hisse taşıyan hisse senedi fonları, asgari %90 bono taşıyan bono fonları, ortalama vadesi bir yıldan kısa olan para piyasası fonları ve değişik varlıklardan oluşan değişken fonlar. Ayrıca hisse senedi fonları kendi altında bölgeye, sektöre, piyasa değerine göre, bono fonları; döviz cinsi, gelişmekte olan ülke pozisyonu, kredi derecesi ve vade pozisyonuna göre, para piyasası fonları; bir yıla kadar olan sürelerine ve taşıdıkları döviz kuruna göre, değişken kategorisindeki fonlar ise döviz kuru, ülke veya bölge ve varlık dağılımının özelliğine göre sınıflandırılmaktadır. Her bir fon kategorisinde yapısal karakteristiği farklı olan ETF veya fon sepetleri gibi fonlar ayrı değerlendirilmektedir. Bunlar dışında kalan diğer ve fonun stratejisi içerisinde yer alan türev ürünleri vasıtasıyla borçlanarak pozisyon alan fonlar (absolute return, commodities, guaranteed, hedged, real estate vs...) sınıflandırmaya tabi tutulmamaktadır.

Uzun yıllar süren çalışmaların ardından elde edilen sonuçlar 2008 yılı içerisinde bir broşür ile duyurulacaktır. Bu duyurunun ardından EFAMA'ya

üye ülkelerde ulusal seviyede uygulamaya geçilmesi önerilmektedir.

Fon Operasyon Belgesi (Fund Processing Passport - FPP)

FPP, fon kurucularının yatırım fonları alım satımını kolaylaştırmak için sağlaması gereken tüm operasyonel bilgilerin uyarlandığı bir belgedir. Bu belge fonun kurulduğu ülke ile ilgili olarak her bir sınıf veya pay için ayrı ayrı hazırlanmalıdır. Özellikle "cross-border" satılan fonların FPP uygulaması ile birlikte alım satımının kolaylaşması ve operasyonel risklerinin azalması, maliyetler üzerinde olumlu etki yapması beklenmektedir. Toplam ana verisi 77 kalem olan belgenin, 59 kaleminin girilmesi zorunludur. Kalan 18 kalem ise ülkelerde geçerli olmasına göre opsiyonel olarak bırakılmaktadır. Söz konusu kalemlerde fonun operasyonel işlerinin yürütülmesi amacıyla her türlü gerekli bilgi standart bir format içerisinde sağlanmaktadır. FPP'in yerel eklerinde ise diğer ülkelerde dağıtım yapılan sınıf ve paylar için alım satımın ayarlanması ile ilgili olarak ülkelerin kendi düzenlemeleri yer almaktadır.

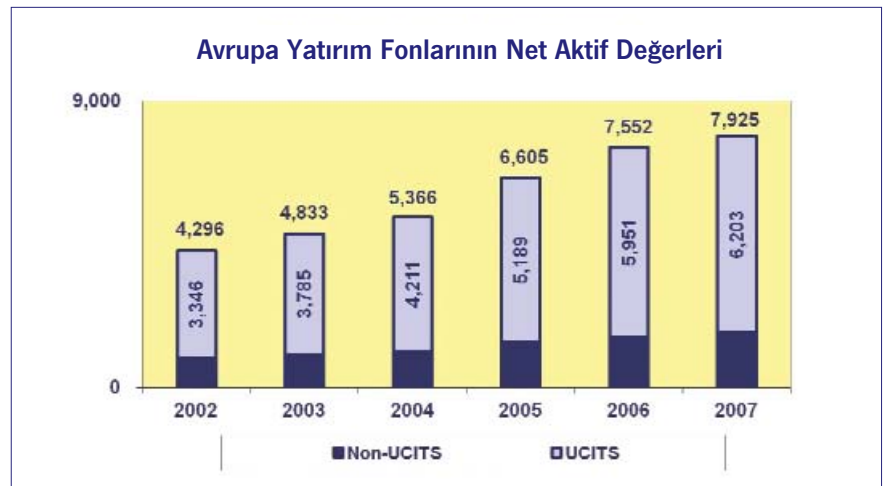
Bugünkü şartlarda "cross-border" olarak satılan fonların %50'sinin operasyonel bildirimleri manuel olarak gerçekleştirilmektedir. Bu durum otomasyon ile yapılan işlemlerden iki ya da üç kat daha pahalı olmaktadır. Bu verimsizlik sadece yetersiz mevzuat-

lar ve yasal alt yapıdaki eksikliklerden kaynaklanmamaktadır. Dolayısıyla, Avrupa fon endüstrisi FPP ile ilgili süreçleri hızlandırmalı ve fon işlemlerinde bir standardizasyonu getirmelidir.

Üye ülkeler arasında fonların dağıtımına standart getirecek FPP'un iletişimi ISO20022 standartlarına uygun olarak geliştirilmektedir. Ayrıca fonların operasyonel işlemlerinin otomasyonu sağlanarak hızlandırılması ve hata ihtimallerinin azaltılması amacıyla SWIFT sistemi geliştirilmeye çalışılmaktadır. Bu konuda yapılan son çalışmalar 2008 yılı içerisinde Kullanıcı Kılavuzu şeklinde bir broşür haline getirilerek duyurulacaktır.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisi - İstatistikler

Avrupa yatırım fonları endüstrisi 2007 yılında yaklaşık 400 milyon Euro büyüyerek 7.925 milyar Euro'ya ulaşmıştır. UCITS direktiflerine (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities-Transfer Edilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kollektif Yatırım Kuruluşu) uygun kurulan fonların büyüklüğü %4.2 artışla 6.203 Euro seviyesine ulaşırken, non-UCITS fonların büyüklüğü %5.3 artışla 1.723 milyar Euro olmuştur. Yatırımcıların riskten kaçınma eğilimleri çerçevesinde son iki çeyrekte UCITS fonlarından net çıkışlar yaşanmış olmasına rağmen, 2007 yılının



genelinde pozitif gelişmeler elde edilmiştir. 2007 yılının ikinci yarısında kredi krizi sırasında yatırımcılar portföy kompozisyonlarını yeniden değerlendirirken, varlığa dayalı menkul kıymet “asset-backed securities” tarzında varlıklara yatırım yapan “enhanced” ve “dynamic” para piyasası fonları, bu süreçte en fazla olumsuz etkilenmişlerdir.

Diğer taraftan dengeli türde kurulan fonlar büyümeye devam etmiştir. Toplam fon varlıkları yılın genelinde büyürken net satışlar kalemi, özellikle faiz oranlarının yükselmesi ve hisse senetlerinin volatilesinin yüksek devam etmesi sebebiyle 2007 yılının üçüncü çeyreğinde 61 milyar Euro, dördüncü çeyreğinde ise 40 milyar Euro azalmıştır. Son çeyrekte para çıkışlarının büyük kısmı bono (32 milyar Euro), hisse (25 milyar Euro) ve para piyasası (13 milyar Euro) fonlarında yaşanmıştır. Bunun sonucunda 2006 yılında UCITS fonlarının net satışı 452 milyar Euro olurken 2007 yılında bu rakam 170 milyar Euro'ya gerilemiştir.

2007 son çeyrekte toplam yatırım fonlarının (UCITS ve non-UCITS) %1.6 oranında azalmasına rağmen yılın genelinde fonlar %4.9 büyüyerek toplam 7.925 milyar Euro'ya ulaşmıştır.

UCITS fonlarının kategori bazında dağılımına bakıldığında hisse senedi fonlarının %40, dengeli fonların %15, bono fonlarının %22, para piyasası fonlarının %16, fon sepetlerinin ve diğer fonların sırasıyla %2 ve %5 olduğu görülmektedir.

Ülkelerin ulusal gereksinimlerine göre düzenlenen yatırım fonu niteliğindeki non-UCITS fonların %60'ı Almanların “Spezialfonds” larından, % 13'ü gayrimenkul fonlarından ve kalan kısmı ise ülkelerin kendi özel düzenlemelerine göre kurulan fonlardan oluşmaktadır.

Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Dağılımı

Üye Ülkeler	31/12/2007		30/09/2007		31/12/2006	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim(1)	EUR m	% değişim(2)
Avusturya	165,584	2.1%	171,262	-3.3%	168,876	-1.9%
Belçika	126,494	1.6%	131,077	-3.5%	127,920	-1.1%
Çek Cumhuriyeti	6,101	0.1%	5,842	4.4%	5,425	12.5%
Danimarka	132,224	1.7%	133,647	-1.1%	122,564	7.9%
Finlandiya	66,000	0.8%	68,534	-3.7%	60,932	8.3%
Fransa	1,508,300	19.0%	1,566,000	-3.7%	1,494,400	0.9%
Almanya	1,040,937	13.1%	1,050,982	-1.0%	1,017,699	2.3%
Yunanistan	22,912	0.3%	24,341	-5.9%	24,822	-7.7%
Macaristan	12,571	0.2%	12,340	1.9%	10,089	24.6%
İrlanda	806,768	10.2%	819,211	-1.5%	717,718	12.4%
İtalya	339,669	4.3%	353,501	-3.9%	383,435	-11.4%
Liechtenstein	20,452	0.3%	19,125	6.9%	14,920	37.1%
Lüksemburg	2,059,395	26.0%	2,059,144	0.0%	1,844,850	11.6%
Hollanda	91,088	1.1%	96,778	-5.9%	101,793	-10.5%
Norveç	52,324	0.7%	50,315	4.0%	41,052	27.5%
Polonya	36,926	0.5%	36,682	0.7%	25,799	43.1%
Portekiz	36,212	0.5%	38,224	-5.3%	38,896	-6.9%
Romanya	316	0.0%	312	1.4%	246	28.5%
Slovakya	3,936	0.0%	3,811	3.3%	3,073	28.1%
Slovenya	4,134	0.1%	4,151	-0.4%	2,827	46.2%
İspanya	278,796	35%	288,416	-3.3%	287,793	3.1%
İsviçre	139,380	1.8%	147,860	-5.7%	140,869	-1.1%
İsveç	159,853	2.0%	155,861	2.6%	149,810	6.7%
Türkiye	18,104	0.2%	16,965	6.7%	13,430	34.8%
İngiltere	796,954	10.1%	800,245	-0.4%	752,849	5.9%
Tüm fonlar	7,925,431	100.0%	8,054,625	-1.6%	7,552,088	4.9%
UCITS varlıkları	6,202,879	78.3%	6,326,838	-20%	5,951,391	4.2%

(1) Eylül 2007 - Aralık 2007 karşılaştırması; (2) 2006-2007 karşılaştırması.

Beklentiler

Finansal piyasaları ve küresel ekonomik büyümeyi çevreleyen risk aşağı yönlü olduğu sürece, 2008 yılı beklentileri belirsiz görünmektedir. Bu nedenle yatırımcıların hisse senedi ve faiz oranı riski alma iştahı muhtemelen azalacaktır. Buna paralel, para piyasası fonları 2008 yılının ilk çeyreğinde güvenilir limanlardaki yatırımlardan faydalanmalıdır.

Orta vadede ise güvenilir limanlardan çözümler yatırımcı güvenini yükselterek hisse ve bono fonları için yeni talebi tetikleyecektir. Mevzuat ile ilgili olarak, hem satış ve üretim seviyesinde, hem de UCITS Direktiflerinde verimsizlik yaratan kısımların ortadan kaldırılması noktasında, UCITS ve az düzenlenmiş ürünler arasındaki farkların kapanması, gelecekte UCITS fonlarının sürekli başarısının oluşmasını güçlendirecektir. Bu aşamada “level

playing field” ortamının yaratılmasının önemi büyük olacaktır.

Hisse senedi fonları için beklenen yatırımcı talebi, ekonomik aktivitede görünüm değişmediği sürece güçlenmeyecek gibi görünmektedir. Avrupa'da yaşayan ev halkı, hisse senedi piyasasına yatırım yaparak emeklilik için tasarruflarını biriktirmedikleri sürece hisse senedi fonları, piyasalarda belirsizlik dönemlerinde düşük talepten dolayı sıkıntı çekmeye devam edecektir. Çoğu Amerikalı yatırımcı kendi emeklilikleri için yüksek oranda hisse senedi fonlarına yatırım yaptığından dolayı Amerikan fon endüstrisi, kısa dönemli olumsuz gelişmelerden daha az oranda etkilenme eğilimindedir. Hisse senedi fonlarına daha fazla sürekli yeni kaynak üretmek için Avrupa fon endüstrisi, çeşitlendirilmiş bir portföy yapısı içerisinde hisse senedi yatırımlarının yarısına dikkat çekerek, çabalarını artırmalıdır.

Konferans: Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği ve Koç Üniversitesi İşletme Enstitüsü işbirliğinde düzenlenen “Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar Konferansı”nda Hedge Fonlar, Garantili/Korunmalı Fonlar tartışıldı.



28 Mart 2008 tarihinde Hyatt Regency Hotel İstanbul'da yapılan 1 günlük konferansın konusu Serbest (Hedge) Fonlar ile Garantili ve Korunmalı Fonların dünyadaki gelişimi ve Türkiye'deki uygulamalarıydı. Finans, İş dünyası ve akademik çevrelerden 200 kişinin katılımıyla gerçekleşen konferansta, fon endüstrimize katılan yeni ürünler anlatıldı ve uygulamalar konusunda yabancı ülkelerdeki örnekler verildi. SPK yetkilileri de yeni ürünler konusunda SPK mevzuatının neler getirdiği konusunda aydınlatıcı bilgiler verdiler.

TKYD Başkanı Gür Çağdaş açılış konuşmasında fon endüstrisinin büyüme potansiyelinin çok büyük olduğunu, yeni ürünlerin çıkmasının sektörün sağlıklı bir şekilde büyümesine yardımcı olacağını söyledi.

Konferansın ana başlıklarını oluşturan Serbest fonlar ile Garantili ve Korunmalı fonlar birbirinden tamamen zıt, farklı karakter taşıdığını belirten Çağdaş, Garantili ve korunmalı fonlarda yatırımcıyı riskten koruyan şekilde işlem yapılırken, Serbest fonların iç tüzüğünde belirtilen ölçülerde büyük riskler alabildiklerini, bu nedenle ürünlerin yatırımcıya iyi tanıtılması ve bu bağlamda da yatırımcı profilinin iyi belirlenmesi gerektiğini sözlerine ekledi.

Çağdaş bu konferansın serbest fonlar ile garantili, korumalı fonların ayrışımının yapılarak risk değerlemesi ve düzenleme özelliklerinin ortaya konması, dünyadaki konumunun tartışılması, bu ürünlerin Türkiye piyasalarına uyarlanmasında hukuki süreç ve bilgilendirmenin yapılmasına önemli bir zemin oluşturacağını düşündüklerini söyledi.



Bilindiği gibi sadece nitelikli yatırımcıya (1 milyon YTL nakit parası bulunan yatırımcı kitlesi) satışı öngörülen hedge fonların mevzuatı hazır beklemekteydi.

KOÇ ÜNİVERSİTESİ

TKYD

Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar



Gür Çağdaş
TKYD Yönetim Kurulu Başkanı

Son yıllarda dünya piyasalarında artan getiri ihtiyacı, bunun yanı sıra aşırı dalgalanma ve buna bağlı risklerin artması bu ürünlerin hızla büyümesine yol açmıştır. Ülkemizde de önümüzdeki dönemde bu ürünlerin farklı yatırım aracı olarak ön plana çıkmasını beklediklerini belirtti.

Çağdaş bu konferansın serbest fonlar ile garantili, korumalı fonların ayrışımının yapılarak risk değerlemesi ve düzenleme özelliklerinin ortaya konması, dünyadaki konumunun tartışılması, bu ürünlerin Türkiye piyasalarına uyarlanmasında hukuki süreç ve bilgilendirmenin yapılmasına önemli bir zemin oluşturacağını düşündüklerini söyledi.

SPK Başkanı Doç.Dr.Turan Erol da yaptığı konuşmada, Türk Sermaye Piyasası'na yeni ürünler katmak için SPK'nın çalışmalarını sürdürdüğünü söyledi. Ayrıca Yeni Sermaye Piyasası Kanunu çalışmalarının son aşamasında olduğunu belirtti. Sermaye Piyasasının

Türkiye'de yeterli bilgi birikimine sahip olduğuna dikkat çeken Erol, risk ve gözetim sistemlerini geliştirerek ilerleme yolunda devam edeceklerini sözlerine ekledi.

Türk Sermaye Piyasasının ilk hedge fonlarının kuruluşuna, ilişkin SPK izni de 28 Mart'ta SPK bülteninde duyuruldu.

Bilindiği gibi sadece nitelikli yatırımcıya (1 milyon YTL nakit parası bulunan yatırımcı kitlesi) satışı öngörülen hedge fonların mevzuatı hazır beklemekteydi.

Garanti Bankası tarafından kurulacak olan 500.000.000 YTL tutarındaki fon, 3 kat kaldıracı ve piyasa yönlü stratejiye (Market Directional) sahip olacak ve yoğunlukla Türkiye'de yatırım yapacak. Fonun yöneticisi Garanti Portföy Yönetimi A.Ş. olacak.

İş Yatırımın kuracağı Arbitraj Serbest Yatırım Fonunun temel stratejisi ise piyasalardaki kısmi ya da tam arbitrajlardan yararlanmak olarak açıklandı.

1.PANEL: SERBEST FONLAR, DÜNYADAKİ GELİŞİMİ VE TÜRKİYE UYGULAMALARI

Serbest fonları konu alan konferansın 1.panelinde dünyada 2 trilyon dolar civarında bir büyüklüğe ulaşan hedge fonlardı. Moderatörlüğünü Koç Üniversitesi Finans Bölümü Öğretim Üyesi Prof.Dr.Turan Bali'nin yaptığı bu oturumda hedge fonların dünyadaki gelişimi, konumu, türleri, riskleri ve yasal düzenlemeleri tartışıldı. Ayrıca serbest fonların, Türkiye'de kurulabilmesi ve yaygınlık kazanabilmesi için hangi koşulların sağlanması gerektiği, piyasanın profesyonelleri ve kamu otoritesi ile tartışıldı. 1.panelin konuşmacıları Massachusetts Üniversitesi'nden Prof.Dr.Bing Liang, Fortis Portföy Yönetimi Genel Müdürü Dr.Alp Keler ve SPK Kurumsal Yatırımcılar dairesi Uzmanı Taliye Yeşilürdü idi.



2.PANEL: GARANTİLİ VE KORUMALI FONLAR, DÜNYADAKİ GELİŞİMİ VE TÜRKİYE UYGULAMALARI

Panelin ikinci oturumunda, Türkiye'nin yeni tanıştığı Garantili ve Korumalı Fonlar'la ilgili gelişmiş piyasalardaki eğilimler ve gelişmelerden bahsedildi. Bu fonların, Türkiye piyasalarına uyarlanabilmesi

için gerekli hukuki düzenlemeler hakkında bilgilendirmenin de yapıldığı panelde, yeni fonların hangi yatırımcı tipine uygun olduğu örnekleri ile anlatıldı. Sektör içerisinde önemli bir pazar elde etmesi

beklenen garantili ve korumalı fonlar ile ilgili beklentiler de panel ile getirildi. Panelin moderatörlüğünü Yapı Kredi Portföy Yönetimi Genel Müdürü Didem Gordon yaparken, panelistler TEB Portföy Yönetimi Genel Müdürü Ömer Yenidoğan, SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi uzmanı Dilek Kavlak, Societe Generale'den Christiane Cazenille, HSBC Sinopia'dan Francois Xavier Colas'tı.

Fon piyasasındaki yeni ürünlerin türleri, gelişimi, düzenlemeleri hakkında bilgi vermek ve getireceği fırsatları göstermek üzere düzenlenen panele, finans sektörünün yanı sıra, kamu ve özel sektörün önde gelen kuruluşlarının üst düzey yöneticileri yoğun ilgi gösterdi. Panelde, sermaye birikiminin önemi, gelişmiş ülkelerde fon yönetimi, fon yönetiminde kullanılan teknik ve sistemler, kurumsal yatırım süreçleri de gündeme geldi.





**Güvenilir, dürüst, dinamik, profesyonel
portföy yönetimi vizyonu ile
kurumsal yatırımcıların
hizmetindeyiz.**



ZİRAAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.

Tel: 0212 278 10 53 • Faks: 0212 279 47 51
www.ziraatportfoy.com.tr • e-mail: bilgi@ziraatportfoy.com.tr
Levent Çarşı Cad. Emlak Çarşısı Kat 1 34330 Levent/İSTANBUL



ALP KELER
Fortis Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

Fortis Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Dr. Alp Keler, 28 Mart 2008 tarihinde düzenlenen “Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar” konferansında yaptığı sunumda Hedge Fonların Türkiye’deki uygulanabilirliği üzerine yapmış olduğu anket çalışması sonuçlarını Kurumsal Yatırımcı’ya değerlendirdi.

Hedge Fonların Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Çalışma

Bu anket hedge fonlar konusunda en tecrübeli grup olan, **yatırım fonları sektöründe görev yapan piyasa profesyonellerine** (43 kişi) yönelik hazırlanmıştır. Bazı önemli sonuçlar;

- Hedge fonlar yeterince tanınmamaktadır. Portföy yönetimi sektörü çalışanları, finans sektörü çalışanlarının %37’si, yatırımcıların sadece %2’si, basın ve medya sektörü çalışanlarının ise sadece %5’inin hedge fonlar konusunda tam olarak bilgi sahibi olduğunu düşünmektedir.
- Portföy yönetimi sektörü çalışanlarından %47’si hedge fonların 3-5 yıl içerisinde (2010 yılı ve sonrası), %33’ü 1-3 yıl içerisinde (2008 yılından itibaren) Türkiye’de gelişmesini ve ön plana çıkmasını beklemektedir.
- Hedge Fon piyasasının gelişmesinin önündeki en önemli 3 engel sırasıyla; (1)piyasaların yeterince gelişmemiş olması, (2)Türkiye’de yatırımcıların eğitim düzeyinin ve bu ürünlere talebin yetersiz olması, (3)Düşük regülasyona ve düşük vergi rejimine sahip offshore ülkelerde hedge fon kurmanın cazipliği, olarak gösterilmiştir.
- Portföy Yönetimi sektörü çalışan-

larının %65’i mevcut yasal düzenlemelerin fazla veya çok fazla regülasyona tabi olduklarını düşünmektedir. Bu da Hedge fon sektörünün daha hızlı gelişmesi ve büyümesi için regülasyonların biraz düşürülmesi veya “yönetici şirket içi regülasyona” (self-regulation) ağırlık verilmesi sonucunu ortaya çıkarmıştır.

Hedge Fon Yatırımcıları

- Hedge Fonların ilk aşamada; varlıklı bireysel yatırımcılar ve hedge fonlara yatırım yapan fonlara (funds of hedge funds) hitap etmesi beklenilmektedirler. İlk aşamada kurulacak hedge fonların, risk-getiri profilleri nedeniyle emeklilik fonlarına ve vakıflara fazla hitap etmeyeceği beklenilmektedir. Hedge fonların regülasyonlar ile beraber küçük bireysel yatırımcılara hitap etmesi beklenilmemektedir.
- Hedge fonların, çeşitli “risk-yönetim stiline göre karakter özelliklerine sahip yatırımcı grupları” arasında kendine güvenen, yani risk alabilen ve düşünme sonucu karar alan yatırımcılara hitap etmesi beklenilmektedir.

Hedge Fon Yöneticileri

- Sektör çalışanlarının %95’i hedge fon yöneticilerinin minimum 5 yıl tecrübeye, %53’ü minimum 10 yıl tecrübeye sahip olmaları gerektiğini düşünmektedir.
- Türkiye’de hedge fon yöneticilerinin, ileri düzey ve türev araçları lisanslarının yanı sıra hedge fon lisansı olarak adlandırılacak ayrı bir lisansa sahip olmaları gerekliliği sektör çalışanları tarafından %42 oranında belirtilmiştir.

Türkiye’de Kurulacak Hedge Fonların Bazı Özellikleri:

- **Risk:** Sektörde en yüksek riskler, yatırım ve yönetici riski (%72) ile piyasa riski (%69) olarak görülmektedir. Bunun nedeni ülkemizde bu fonların dünyaya göre daha riskli olarak algılanmasıdır. Hedge fonların dünyada en önemli risklerinden olan operasyonel risk kavramı Türkiye’de yeni olduğu için sıralamada daha geride kalmıştır.
- **Ücretlendirme:** Türkiye’de Hedge Fonların başarılı olabilmeleri için, sektör çalışanları düşük bir yönetim ücreti ve yüksek bir performans ücreti alınması gerektiğini belirtmiştir.

- **Lock-up period:** Türkiye'de Hedge Fonlar için kabul edilebilir minimum fonda kalış süresini (lock-up period), sektör çalışanlarının %42'si 6 ay, %23'ü 3 ay şeklinde cevaplandırmıştır.
- **Giriş-Çıkış Periyotları (Likidite imkanları):** Sektör çalışanlarının %51'i aylık, %19'u 3 aylık, %19'u 6 aylık, %11'i günlük periyotlarda giriş-çıkışın hedge fonlarda uygulanabilir olabileceğini belirtmişlerdir.
- **Başarılı Performans Kriterleri:** Türkiye'de hedge fonu performansı ölçülürken ; Portföy yöneticisi tarafından gözönüne alınan en öncelikli 3 kriter; riske göre düzeltilmiş getiri oranları (Sharpe, Sortino vs.) performansın sürekliliği ve dönemsel getiridir. Yatırımcı açısından ise bu sıralama, performansın sürekliliği, dönemsel getiri ve minimum aylık getiri şeklinde oluşmuştur.
- **Çeşitlendirme:** Türkiye'de iyi bir portföy çeşitlendirmesi sağlamak

için yatırımcı portföylerinde hedge fonların % kaç oranında yer alması gerektiği konusunda, sektör çalışanlarının %42'si %10-%20 aralığını, %37'si %0-%10 aralığını tercih etmişlerdir.

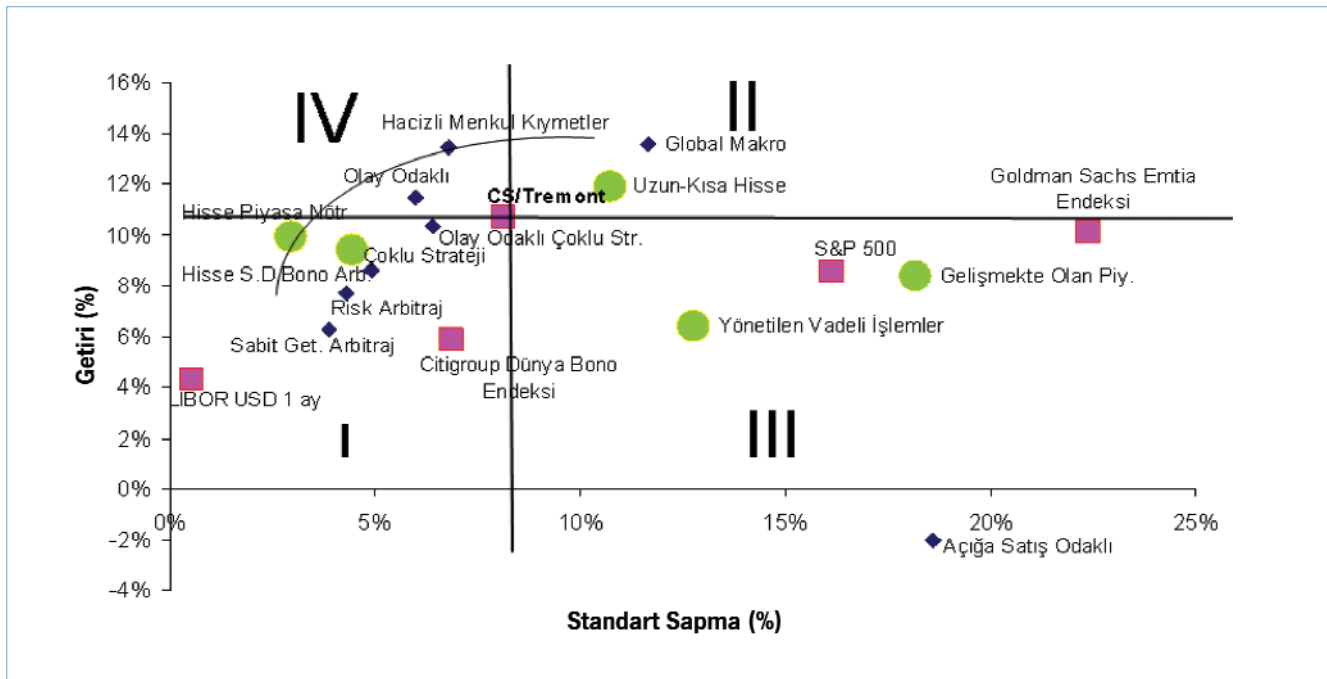
- **Korelasyon:** Türkiye'de kurulacak ilk hedge fonların; hisse senetleri ile yüksek (0.50 ve üzeri), SGMK (hazine bonusu) ile düşük korelasyona (0.50 ve altı) sahip olması beklenilmektedir. Korelasyonların hedge fonun stratejisi bazında incelenmesi daha doğru bir sonuç verecektir.
- Türkiye'de Kısa dönemde **kurulması beklenen hedge fonlar** sırasıyla; Uzun-kısa hisse, Hedge fonlara yatırım yapan fonlar (FoHF), Yönetilen vadeli işlemler, Çoklu stratejili fonlar ve Nötr hisse piyasası fonlarıdır.
- Türkiye'de Kısa dönemde **kurulması beklenilmeyen hedge fon-**

lar; Hisse senedine dönüştürülebilir bono arbitraj, Olay odaklı-hacizli menkul kıymetler ve Olay odaklı birleşme arbitrajı fonlardır.

- Türkiye'de Uzun dönemde **başarılı olması beklenen hedge fonlar** sırasıyla; Uzun-kısa hedge, Çoklu stratejili fonlar , Nötr hisse piyasası, Sabit getirili arbitraj ,Yönetilen vadeli işlemler ve Fonlara yatırım yapan hedge fonlar (FoHF)dir.

Aşağıdaki grafik Türkiye'de ilk aşamada kurulması beklenen hedge fonu stratejilerinin (yeşil nokta) dünyada son dönemdeki getirilerini göstermektedir. CS Tremont endeksinde yer alan hedge fon stratejilerinin geçmiş dönem performansına göre; Türkiye'de 2008-2010 yılları arasında kurulması beklenen hedge fonu stratejilerinden uzun-kısa hisse, hisse piyasası nötr ve çoklu stratejili fonlar dünyada 1994-2005 yıllarında tatminkar getiriler sağlamıştır.

CS Tremont endeksinde yer alan hedge fon stratejilerinin 1994-2005 yılları arasındaki getiri-risk dağılımı



Hedge Fonlar ile Yatırım Fonlarının karşılaştırması

	Hedge Fonlar	Yatırım Fonları
Hedef	Mutlak Getiri	Relatif Getiri
Strateji	Açığa satış, kredili alım ve çeşitli hedge imkanlarının da olduğu geniş bir yelpaze	Açığa satış ve kredili alımda çeşitli sınırlamalar var
Getiri ve Riskin Temel Kaynakları	Fonun Statejisi ve Fonun Yöneticisi	Piyasa
Kültürel Stili	Hareket kabiliyeti yüksek ve hızlı davranan	Büyük ve yavaş hareket eden
Likidite	Yatırım ve erken çıkış sınırlamaları var	Günlük likidite imkanı var
Pazarlama	Pazarlama ve satış için çeşitli sınırlamalar var	Küçük yatırımcılara satış imkanı var
İş İlişkisi	Fon yöneticisi ve yatırımcı ortak şeklindedir	Fon yöneticisi, yatırımcının temsilcisi şeklindedir
Ücretlendirme	Yönetim ve Performans Ücreti	Yönetim Ücreti

Kaynak: Robert A. Jaeger, *All About Hedge Funds*, New York:McGraw Hill, 2003

Hedge Fonların fayda-maliyet (benefit-cost) analizi

	Fayda	Maliyet
Hedef	Mutlak Getiri Hedefi: Düşen piyasa koşullarında iyi performans fırsatı	Yükselen piyasalarda kötü performans olasılığı
Strateji	Fon yöneticisinin tam özgürlüğü	Yönetici bazlı risklerin yüksek olması
Kültürel Stili	Küçük organizasyonlar, değişime hızla tepki verebilirler	Sonuçlar bir veya iki kişiye oldukça bağımlıdır
Ücretlendirme	Performans ücreti, yönetilen varlığın büyümesi için olan bir teşviktir	Performans ücreti daha fazla risk almayı teşvik eder
Likidite	Fon yöneticisi günlük nakit akışlarıyla Yönetim ve Performans Ücreti	Bazı yatırımcılar varlıklarına günlük olarak ulaşmak istemektedirler

Kaynak: Robert A. Jaeger, *All About Hedge Funds*, New York:McGraw Hill, 2003

KONFERANS AJANDASI | 2008

**2nd Annual Fund Forum Asia**

2nd Annual Fund Forum Asia
Tarih: 14-17 Nisan 2008

Yer : JW Marriott, Hong Kong

14th Annual Global Derivatives Trading & Risk Management -
Cutting-Edge Strategies, Models, Structures & Innovations For
Advanced Derivatives Pricing, Hedging, Trading & Portfolio Risk
Management

Tarih: 19-23 Mayıs 2008

Yer : Meridien Etoile, Paris

SuperReturn US - SuperReturn US 2008

Tarih : 2-4 Haziran 2008

Yer : Boca Raton Resort & Club, Boca Raton, Florida

**EDHEC Institutional Days 2008**

Tarih : 12-13 Haziran 2008

Yer : CNIT - Paris La Défense

14th Annual GAIM (Global Alternative Investment Management) - GAIM attracts both high quality investors and speakers, combined with a diverse and relevant program of Alternative Investment topics.

Tarih : 17-19 Haziran 2008

Yer : Grimaldi Forum, Monaco

Risk Capital 2008 - Latest Innovations In Capital Allocation & RISK CAPITAL 2008

Risk Management For Market, Credit & Operational Risk

Tarih : 30 Haziran - 4 Temmuz 2008

Yer : Sofitel Bercy, Paris

18th Annual Fund Forum International - International Forum
Tackling the Latest Developments & Trends in Running a
Successful Fund Management Business

Tarih : 30 Haziran - 4 Temmuz 2008

Yer : Centre Convencions Internacional Barcelona (CCIB)

Super Return Asia 2008

Tarih : 22-25 Eylül 2008

Yer : JW Marriott, Hong Kong

Funds World Turkey 2008 - Terrapinn Middle East

Tarih : 15-16 Ekim 2008

Yer : İstanbul

**Super Return Middle East**

Tarih: 13-15 Ekim 2008

Yer : Jumeirah Emirates Towers, Dubai

Fund Forum Middle East

Tarih : Ekim 2008

Yer : Açıklanacak

**8th Annual Super Investor - Institutional Investor and Private Equity & Venture**

Capital fund manager relationships

Tarih : 18 - 21 Kasım 2008

Yer : Westin Hotel, Paris

FundBuyer - Fund Buyer

Tarih : Aralık 2008

Yer : Açıklanacak

Fund Forum Latin America - Fund Forum Latin America

Tarih : 2008

Yer : Açıklanacak



7th GAIM Invest - Strategies For Building A Scalable,
Sustainable And Profitable Fund of Funds Business

Tarih : Aralık 2008

Yer : Açıklanacak

Hedge Cambazları

HedgeCambazları son yıllarda yayınlanan en öğretici hayranlık uyandırıcı ve eğlendirici kitaplardan biri. EfsaneviWall Street yatırımcısı ve üst düzey yöneticisi Barton Biggs, bu kitabında profesyonel yatırımcıların yanısıra, bu çılgın ve fazlasıyla rekabetçi dünyaya özgü acı ve sevinçleri izlenimsel bir bakışla yansıtıyor.

Kitap, yatırım dünyasındaki kadın ve erkeklerin başarılarını ve başarısızlıklarını anlatıyor. Onların ahlak kurallarını su yüzüne çıkartıyor, farklı yaşam tarzlarını ve faaliyet kalıplarını betimliyor. İnanılmaz derecede gergin ve takıntılı yatırımcıların maceralarını, çektikleri sıkıntıları, tuhafliklarını ve yaşadıkları stersleri de aktarıyor.

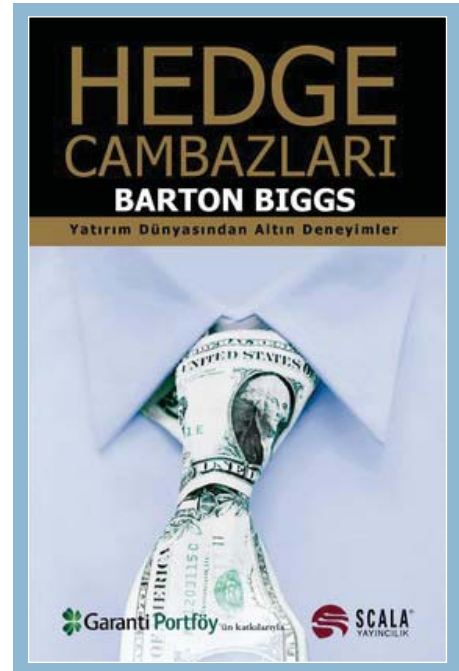
Biggs, Yale'de Robert Penn-Warren'in öğrencisi olarak İngilizce ve yaratıcı yazarlık eğitimi gördü. Kitabında gerçek adlarıyla veya isimlerini gizleyerek çok sayıda gerçek kişiye yer vermesine rağmen zaman zaman kurgusal karakterler de kullanmış.

Kitap, Biggs'in kendi fonunu kurduğu sırada yaşadığı kimi deneyimleri içermesine rağmen, nasıl yatırım yapılacağını veya bir hedge fonun nasıl kurulacağını anlatmıyor. Bununla birlikte başkalarının – Kont Otto Bismarck'dan Yale Vakfına ka-

dar- yatırım dünyasında ayakta kalma mücadelesi verirken neler yaptıklarını anlatan bölümler içeriyor ve modern bir portföyde hedge fonlarından nasıl yararlanılabileceğine dair bir model sunuyor.

Uygulamalı deneyim benzersiz bir öğretmendir ve Barton Biggs Wall Street'in iyi ve kötü günlerini görmüş ve yaşamış az sayıda kişiden biridir. Biggs bu kitapta genel olarak profesyonel yatırım dünyasını , özel olarak da hedge cambazlarını anlatıyor.

Barton Biggs, otuz yılını Morgan Stanley'de geçirdi. Bu dönemde Morgan Stanley'in araştırma bölümünü kurdu ve bölümü dünyanın en iyilerinden biri yapacak şekilde yönetti. Şirketin yatırım yönetimi bölümünü de yine Biggs kurdu ve otuz yıl boyunca yönetim kurulu başkanı olarak hizmet etti. 1990'ların ortalarına gelindiğinde Institutional Investor Dergisindeki anketlerde çeşitli defalar ABD'deki bir numaralı yatırım strateji uzmanı seçildi. Morgan Stanley'in Dean Witter ile birleştiği 1996 yılına kadar şirketin beş icra kurulu üyesinden biriydi. Biggs, Haziran 2003'de iki meslekdaşıyla birlikte Morgan Stanley'den ayrılıp, 2003 yılının en büyük yeni hedge fonu olan Traxis Partners'ı kurdu. Traxis halen bir milyar doların üzerinde bir fonu yönetiyor.

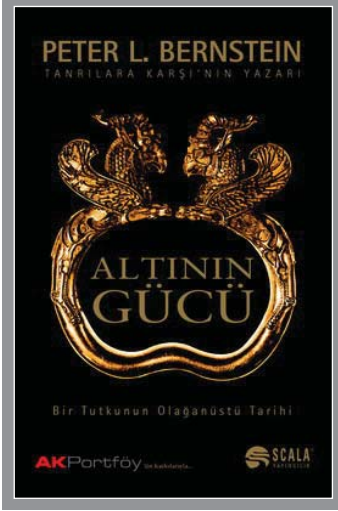


Hedge Cambazları Barton Biggs

Çeviren:
Neşenur Domanic

Scala Yayınları,
Ocak 2008, 408 s.

Biggs bu kitapta genel olarak profesyonel yatırım dünyasını, özel olarak da hedge cambazlarını anlatıyor.



Altının Gücü

Bir Tutkunun Olağanüstü Tarihi

Peter L. Bernstein

Scala Yayınları, Ocak 2008, 408 s.

Altının Gücü

Bir Tutkunun Olağanüstü Tarihi

Peter L. Bernstein Altının Gücü'nde insanlık tarihinin en müthiş saplantılarından birini, altın tutkusunu anlatıyor.

Altının tarihin bilinen en eski çağlarından bu yana hem ilham kaynağı hem de yıkıcı bir güç olageldiğini; en güzel sanat eserlerini süslediğini, olağanüstü acımasızlıklara neden olduğunu, ekonomileri yıpratıp parçalara ayırdığını, kralların ve hükümdarların kaderini belirlediğini, en mağrur sahiplerini trajik sonlara sürüklediğini hepimiz biliyoruz. Bütün bu insanlar altına sahip olduklarını düşünüyordu, oysa gerçekte altın onlara sahip olmuştuk. Altının gücü buydu.

Tanrılara Karşı'nın yazarı Bernstein, Altının Gücü'nde bu kez bizleri Yason'un altın pöstekisiyle başlayan, Midas'tan Hz.Musa'ya, Kolomb'dan İnkâ İmparatoruna, California'daki altına hücum furyasından bugünün modern finans dünyasına kadar uzanan muazzam bir yolculuğa çıkarıyor.

Romantik efsanelerden çok, cüretkar araştırmalara dayanan, para ve iktidar mücadelelerinin tarihine eğilen Bernstein sonuç olarak altının gerçek önemi ve değerinin insan ruhunda uyanırmaya devam ettiği sonsuz ihtirastan kaynaklandığını ve bunun kendimizle ilgili gerçekleri ortaya çıkardığını öne sürüyor.

A Bull In China: Investing Profitability in the World's Greatest Market

Yirminci Yüzyıl Amerika'nın yüzyılı idi, Yirmibirinci Yüzyıl ise Çin yüzyılı olacak. Çin'i anlatan bir çok kitap arasında, bu "İngiltere'nin Sanayi Devrimi'nden" bu yana rastladığımız en büyük ekonomik dönüşümü en kapsamlı ele alan Jim Rogers'dır diyebiliriz.

Jim Rogers'ın Çin macerası yıllar önce-sine dayanıyor. Rogers, Çin ekonomisindeki gelişmeleri 1984 yılında bu ülkeye motosiklet ile seyahat ettiğinden beri izliyor. O zamanlar Şangay Borsa'sının ilk açılışını ve zaman içinde Komünist Parti'nin ülkeyi liberal ekonomiye ve dışa açma sürecini yakından izledi. Daha sonraki gelişmeleri ise rakamlar ifade ediyor:

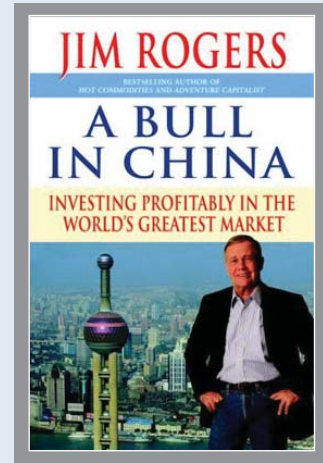
- Çin ekonomisi'nin büyüme hızı 1980'lerden bu yana ortalama % 9 oldu.
- Çin'in tasarruf oranı % 35 düzeyinde (Amerika'da ise yalnızca % 2)
- Çin'in üretiminin % 40'i ihracata gidiyor (böylece sıkıntı yaratan bir dış borç sorunu yok)
- Yıllık 60 milyar dolara ulaşan doğrudan dış yatırımlar, dış ticaret fazlası ile birlikte ülkenin döviz rezervlerini 1.5 trilyon

dolara ulaştırdı

- Çin'in sabit kıymetleri (liman, köprü, yol vb.) her iki buçuk yılda ikiye katlanmakta.

Kısacası tahminler gösteriyor ki Çin'in dünyanın en büyük ekonomisi olarak Amerika'ya geride bırakması yirmi yıl gibi kısa bir süre alacak. "A Bull in China" (Çin'de bir Boğa) enerjiden tarım ve turizme kadar Çin'deki en yeni ve önemli fırsatları ele alıyor. Ele aldığı konuları basit ve anlaşılır bir dille anlatan Rogers, karlılığı artırıcı ve yenilikçiliği teşvik eden devlet politikalarından, A ve B Tipi hisse senetlerinden ADR'lara kadar çeşitli alanı inceliyor.

Jim Rogers, QuantumFon'un kurucu ortaklarından ve 37 yaşında emekliye ayrılmıştır. O zamandan beri Columbia Üniversitesi İşletme bölümünde belli bir süre finans profesörü olarak çalıştı ve çeşitli konferanslara konuşmacı olarak katıldı. Hot Commodities, Adventure Capitalist ve Investment Biker adlı kitapları vardır.



A Bull In China :

Investing Profitability in the World's Greatest Market

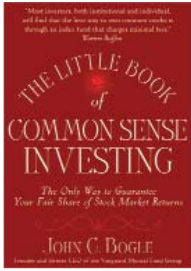
Jim Rogers

Random House, Aralık 4, 2007, 240 s.

2007'nin En İyi Kitapları

Finans ve Yatırım alanında Editörün Seçtiği en iyi 10 Kitap

| Amazon.com



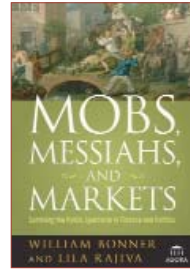
1

The Little Book of Common Sense Investing: The Only Way to Guarantee Your Fair Share of Stock Market Returns (Little Book Big Profits)

John C. Bogle

Wiley

Mart 5, 2007



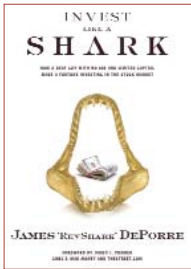
6

Mobs, Messiahs, and Markets: Surviving the Public Spectacle in Finance and Politics (Agora Series)

William Bonner

Wiley

Ağustos 31, 2007



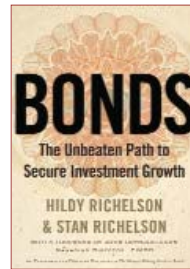
2

Invest Like a Shark: How a Deaf Guy with No Job and Limited Capital Made a Fortune Investing in the Stock Market

James "RevShark" DePorre

FT Press

Ekim 18, 2007



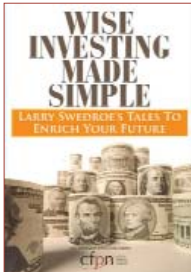
7

Bonds: The Unbeaten Path to Secure Investment Growth

Hildy Richelson & Stan Richelson

Bloomberg Press

Ağustos 7, 2007



3

Wise Investing Made Simple: Larry Swedroe's Tales to Enrich Your Future (Focused Investor)

Larry Swedroe

Charter Financial Pub Network

Eylül 1, 2007



8

Crash Proof: How to Profit From the Coming Economic Collapse (Lynn Sonberg Books)

Peter D. Schiff

Wiley

Şubat 26, 2007



4

Your Money and Your Brain: How the New Science of Neuroeconomics Can Help Make You Rich

Jason Zweig

Simon & Schuster

Ağustos 1, 2007



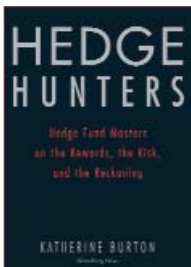
9

A Demon of Our Own Design: Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation

Richard Bookstaber

Wiley

Nisan 6, 2007



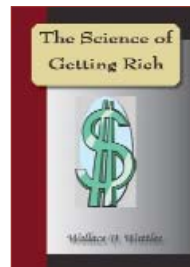
5

Hedge Hunters: Hedge Fund Masters on the Rewards, the Risk, and the Reckoning

Katherine Burton

Bloomberg Press

November 1, 2007



10

The Science of Getting Rich

Wallace D. Wattles

Atria Books/Beyond Words

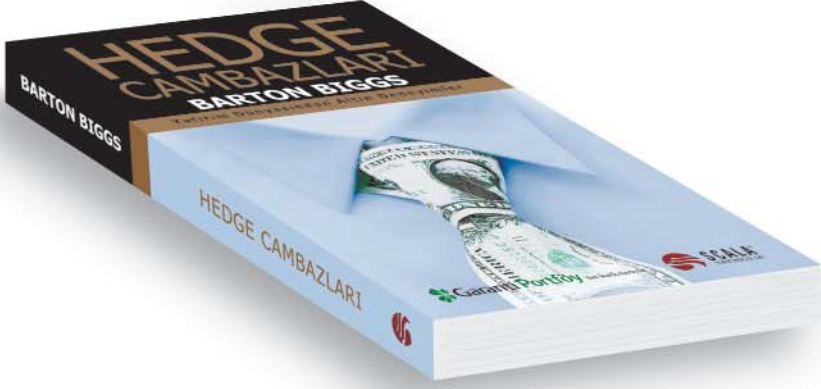
Ekim 16, 2007



SCALA kitapçı

"Şşştt... okuyorum!"

"Bilgiye yatırım, her zaman en yüksek getiriye sağlar."



En iyi yatırım kitapları



Tüm kitaplarda %20

Scala'da %30



www.scala.com.tr

İstiklal Caddesi Han Geçidi Sokak (Danışman Geçidi) Hazzo Pulo Pasajı

116/ 3B Galatasaray / Beyoğlu / İstanbul Tel : 0212 2515126 Faks: 0212 2452843

e-mail: scala@scala.com.tr

KYD ENDEKSLERİ

KYD Fon Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	531.77	0.39	2.45	2.81	19.93
	31-Jan-08	444.19	-0.43	-0.34	-16.47	-16.47
	29-Feb-08	454.72	-0.48	-0.93	1.93	-14.49
	31-Mar-08	418.12	-1.72	-0.08	-8.05	-21.37
B Tipi	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	904.57	0.09	0.22	0.99	12.08
	31-Jan-08	913.27	0.03	0.23	0.96	0.96
	29-Feb-08	920.77	0.03	0.22	0.85	1.79
	31-Mar-08	928.44	0.09	0.21	0.83	2.64

KYD YTL Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
30 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	413.21	0.12	0.28	1.27	17.43
	31-Jan-08	418.59	0.04	0.28	1.3	1.3
	29-Feb-08	423.62	0.04	0.3	1.24	2.52
	31-Mar-08	429.1	0.13	0.3	1.29	3.85
91 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	535.15	0.13	0.27	1.28	18.59
	31-Jan-08	542.1	0.04	0.29	1.3	1.3
	29-Feb-08	548.47	0.04	0.3	1.22	2.49
	31-Mar-08	555.17	0.1	0.26	1.22	3.74
182 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	657.91	0.13	0.26	1.46	20.6
	31-Jan-08	667.13	0.02	0.32	1.4	1.4
	29-Feb-08	674.63	0.03	0.32	1.14	2.54
	31-Mar-08	681.19	0.05	0.23	0.97	3.54
365 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	611.07	0.05	0.14	1.48	23.36
	31-Jan-08	620.42	0.05	0.45	1.53	1.53
	29-Feb-08	625.66	-0.02	0.28	0.9	2.39
	31-Mar-08	626.02	-0.09	0	0.06	2.45
547 GÜN	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	134.4	0.12	0.22	1.43	24.48
	31-Jan-08	136.53	0.11	0.6	1.58	1.58
	29-Feb-08	137.17	-0.09	0.24	0.58	2.06
	31-Mar-08	136.32	-0.07	-0.07	-0.62	1.43
TÜM	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	575.72	0.1	0.25	1.39	22.75
	31-Jan-08	583.77	0.06	0.54	1.4	1.4
	29-Feb-08	587.5	-0.09	0.23	0.7	2.05
	31-Mar-08	586.16	-0.05	0.09	-0.23	1.81

KYD FX DIBS Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	123.88	-0.85	0.13	0.31	4.82
	31-Jan-08	125.71	0.01	0.74	1.48	1.48
	29-Feb-08	126.25	0.01	0.01	0.44	1.91
	31-Mar-08	127.18	0.03	0.13	0.74	2.66
USD - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	87.12	-1.31	-1.63	-0.95	-14.22
	31-Jan-08	89.11	-0.35	-1.23	2.28	2.28
	29-Feb-08	91.26	1.19	-0.72	2.06	4.75
	31-Mar-08	100.91	2.37	5.63	10.57	15.83
EUR	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	112.69	-2.11	-2.08	-1.96	-1.61
	31-Jan-08	112.85	0.01	0.04	0.14	0.14
	29-Feb-08	113.68	0.01	-0.01	0.74	0.88
	31-Mar-08	114.23	0.05	0.34	0.48	1.37
EUR - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	96.32	-2.35	-1.64	-3.25	-7.85
	31-Jan-08	98.23	0.12	-0.44	1.98	1.98
	29-Feb-08	103.25	1.84	1.73	5.24	7.19
	31-Mar-08	118.4	2.47	8.43	14.67	22.92

KYD EUROBOND Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	181.1	0.02	0.15	0.54	8.81
	31-Jan-08	182.85	0.05	0.56	0.97	0.97
	29-Feb-08	180.05	-0.09	-0.37	-1.48	-0.58
	31-Mar-08	178.16	-0.36	-0.85	-1.05	-1.62
USD - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	127.99	-0.44	-1.6	-0.51	-10.33
	31-Jan-08	130.2	-0.32	-1.44	1.73	1.73
	29-Feb-08	130.71	1.08	-1.09	0.07	2.13
	31-Mar-08	141.93	1.97	4.58	8.58	10.89
EUR	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	147.42	0.02	-0.04	0.42	3.15
	31-Jan-08	149.02	0.08	0.35	1.09	1.09
	29-Feb-08	149.71	-0.01	0.03	0.54	1.55
	31-Mar-08	147.18	-0.09	-0.55	-1.69	-0.16
EUR - YTL	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	146.33	-0.22	0.42	-0.95	-4.99
	31-Jan-08	150.45	0.18	-0.16	2.82	2.82
	29-Feb-08	157.65	1.82	1.74	4.97	7.74
	31-Mar-08	176.74	2.32	7.47	12.11	20.78

KYD O/N REPO Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	233.46	0.11	0.27	1.18	15.66
	31-Jan-08	236.22	0.04	0.26	1.18	1.18
	29-Feb-08	238.87	0.04	0.28	1.16	2.32
	31-Mar-08	241.78	0.11	0.28	1.22	3.56
BRÜT	29 Aralık 2006 - 31 Aralık 2007	290.96	0.13	0.3	1.35	19.18
	31-Jan-08	294.78	0.04	0.29	1.31	1.31
	29-Feb-08	298.36	0.04	0.29	1.26	2.54
	31-Mar-08	302.23	0.13	0.29	1.3	3.87

Yatırım Fonlarında İlk Çeyrek

Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi yılın ilk üç ayında nettle **%-25,65**, reel olarak da **%-27,88** oranında değer kaybetmiştir. FM (Fon Market) A Tipi Endeksi, nettle **%-20,14**, reel olarak **%-22,53** oranında değer kaybetmiştir. FM B Tipi Endeksi, nettle **%2,67** değer kazanırken, reel olarak ise **%-0,41** oranında değer kaybetmiştir; DİBS, nettle **%-2,47** azalırken, reel olarak da **%-5,40** oranında değer kaybetmiştir.

	2 Ocak	1 Nisan	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	1.227,53	980,34	-20,14%	-22,53%
İMKB 100	54.708,42	40.674,17	-25,65%	-27,88%
FM B Tipi	1.301,39	1.336,08	2,67%	-0,41%

* Milyon YTL (2008 ilk çeyrek)

Sonuç olarak yatırım fonları; bağlı buldukları endeksteki enstrümanların performanslarından direkt olarak etkilenmiş ve aynı yönde hareket etmişlerdir. Fakat göreceli performansları yatırımcılara avantaj sağlamıştır.

Değer Artışları

A tipi fonların portföy değerinin %21 azaldığını, B tipi fonların ise portföy değerinin %3 arttığını görebiliyoruz. Diğer taraftan fonlardaki yatırımcı sayısında ise, portföy değerlerinin tam tersine A tipi fonlarda yatırımcı sayısı artmış, B tipi fonlarda ise çok ufak bir azalış yaşanmıştır. Dikkati çeken fon türü %19 artışla A Tipi hisse %8 artışla A tipi karma fonlardır. B tipi fonlarda ise Kıymetli maden fonları iki katını aşan bir yatırımcıya ulaşmıştır. Bu dönemde bağlı oldukları enstrümanlardaki gelişmeleri yatırımcıların yakından takip ettiğini belirgin olarak görebilmekteyiz. Genel olarak pazar paylarında değişim yaşanmadığını söylemek mümkünken, B tipi Tahvil Bono ve Değişken fonların pazar paylarının ufak da olsa azaldığını bu çıkışın likit fonlara kaydığını gözlemleyebiliriz. Fon türlerinin değer artışı sütununu Portföy Değişiminden KBSS değişimini çıkartarak hesaplıyoruz ki; Net olarak yatırım fonlarının değer artışı hesaplayabilelim. Tabloda da görüldüğü gibi bu dönemde A Tipi fonlar net olarak %27 değer kaybetmiş, B Tipi fonlar ise %3,17 değer kazanmıştır. Tüm piyasadaki fonlarda ise toplamda %2,13 gibi bir değer artışı yaşanmıştır.

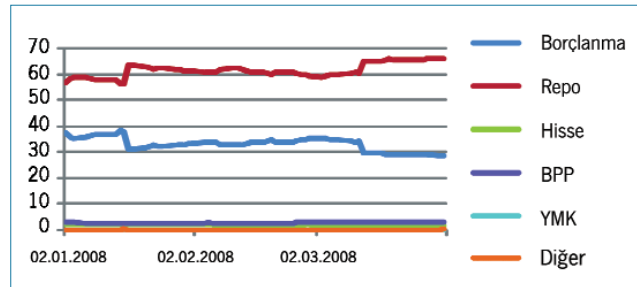
Fon Tipi	Fon Türü	İlk Portföy Değeri*	Son Portföy Değeri*	Portföy Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Değer Artışı	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
A Tipi	Değişken Fon	199	161,35	-19%	16.118	15.823	-2%	-17,35	0,77	0,6
A Tipi	Endeks Fon	259	178,86	-31%	12.881	12.801	-1%	-30,34	1	0,67
A Tipi	Hisse Fon	74,74	64,84	-13%	9.017	10,725	-19%	-32,18	0,28	0,24
A Tipi	İştirak Fon	18,75	13,55	-28%	3.422	3.284	-4%	-23,69	0,07	0,05
A Tipi	Karma Fon	187,52	168,60	-10%	122.718	132.219	8%	-17,82	0,72	0,63
A Tipi	Sektör Fonu	6,26	4,26	-32%	482	484	0%	-32,33	0,02	0,01
A Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fon	0,35	0,29	-18%	495	479	-3%	-14,55	0	0
A Tipi Toplamı				-21%	165.133		6%	-27,19	2,88	2,24
B Tipi	Değişken Fon	2.129,05	1.664,21	-22%	146.288	143.921	-2%	-20,22	8,21	6,29
B Tipi	Endeks Fon	147,29	142,75	-3%	-	-	0%	-3,08	0,56	0,53
B Tipi	Karma Fon	1,33	1,38	4%	530	489	-8%	11,6	0	0
B Tipi	Kıym. Mdn Fon.	18,27	60,60	232%	2.438	8.143	234%	-2,27	0,07	0,22
B Tipi	Likit Fon	20.452,91	21.922,03	7%	2.732.808	2.720.559	0%	7,62	78,95	82,86
B Tipi	Özel Fon	5,16	3,24	-37%	16	9	-44%	6,46	0,01	0,01
B Tipi	Th. ve Bn. Fon.	2.389,73	2.054,94	-14%	92.450	89.854	-3%	-11,2	9,22	7,76
B Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fon	14,96	13,05	-13%	3.513	4.085	16%	-29,02	0,05	0,04
B Tipi Toplamı				3%	2.978.044	2.967.060	0%	3,17	97,12	97,76
Tüm Piyasa		25.905	26.453,97	2%	3.143.177	3.142.875	-0%	2,13		

* Milyon YTL (2008 ilk çeyrek)

* KBSS Katılma Belgesi Sahibi Sayısı kıscacısı yatırımcı hesap sayısı

Portföylerin Varlık Dağılımları

2008 Başından itibaren tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %65, Kamu Borçlanma %35 seviyelerinde seyretmektedir. 1 Nisan 2008 tarihinde bu oranlar Kamu Borçlanma %28.88, Ters Repo %65.94, Hisse %1.45, BPP %3.2, YMK %0.04, Diğer % 0,46'dır.



Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	02.04.2007	01.04.2008	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Fon Endekslerine Göre
A Tipi	622	592	-4,87%	-12,84%	1,81%
B Tipi	21.520	25.862	20,18%	10,10%	6,07%
Toplam	22.142	26.454	19,47%	9,46%	

Portföy değerlerini karşılaştırmak için üstteki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırdıktan sonra buldukları endeksteği değişimlerinden de arındırıyoruz. Bir yıllık sürede Fon piyasasının; A tipi fonların negatif getirisine rağmen tüm piyasanın %19'luk artışından enflasyonu düşünce yinede net olarak %9 büyüdüğünü söyleyebiliriz.

Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	02.04.2007	01.04.2008	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
A Tipi	1.049,17	980,34	-6,56%	-14,39%
B Tipi	1.179,22	1.336,08	13,30%	3,80%
İMKB	47.355,82	40.674,17	-14,11%	-21,31%

Aynı şekilde yine fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloda her iki endeksin enflasyona yenildiğini B tipinin ise daha başarılı bir performans sağlayarak nette pozitif olarak kazandığını görebiliyoruz. Dikkati çeken diğer bir unsur ise; A tipi ve B tipi fonların karşılaştırılabilecek endekslerinin performansını geçtikleri net olarak görülmektedir. Kısaca özetlemek gerekirse yatırım fonları enflasyon ve işlem yaptıkları piyasaların getirilerinden göreceli olarak daha iyi bir getiri sağlamışlardır.

Tür Bazında Büyüklükler ve Değişimler

Fon Tipi	Fon Türü	İlk Portföy Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son Portföy Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Portföy Değeri Değişimi	İlk KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	KBSS% Değişimi	İlk Doluluk*	Son Doluluk	Doluluk% Değişimi
A Tipi	Değişken Fon	200	27%	1%	161	27%	1%	-19%	16.118	10%	1%	15.823	9%	1%	-2%	11%	11%	0%
A Tipi	Endeks Fon	259	35%	1%	179	30%	1%	-31%	12.881	8%	0%	12.801	7%	0%	-1%	9%	10%	12%
A Tipi	Hisse Fon	75	10%	0%	65	11%	0%	-13%	9.017	5%	0%	10.725	6%	0%	19%	14%	12%	-19%
A Tipi	İştirak Fon	19	3%	0%	14	2%	0%	-28%	3.422	2%	0%	3.284	2%	0%	-4%	9%	9%	2%
A Tipi	Karma Fon	188	25%	1%	169	28%	1%	-10%	122.718	74%	4%	132.219	75%	4%	8%	25%	25%	0%
A Tipi	Sektör Fonu	6	1%	0%	4	1%	0%	-32%	482	0%	0%	484	0%	0%	0%	15%	15%	1%
A Tipi	Yabancı MK Fon	0	0%	0%	0	0%	2%	-18%	495	0%	0%	479	0%	0%	-3%	3%	2%	-14%
Tüm A Tipleri		746		3%	592		2%	-21%	165.133		5%	175.815		6%	6%	12%	12%	2%
B Tipi	Değişken Fon	2.129	8%	8%	1.664	6%	6%	-22%	146.288	5%	5%	143.921	5%	5%	-2%	19%	15%	-23%
B Tipi	Endeks Fon	147	1%	1%	143	1%	1%	-3%	-	0%	0%	-	0%	0%	0%	0%	0%	-7%
B Tipi	Karma Fon	1	0%	0%	1	0%	0%	4%	530	0%	0%	489	0%	0%	-8%	16%	16%	5%
B Tipi	Kıy. Maden Fon	18	0%	0%	61	0%	0%	232%	2.438	0%	0%	8.143	0%	0%	234%	6%	18%	179%
B Tipi	Likit Fon	20.453	81%	79%	21.922	85%	83%	7%	2.732.808	92%	87%	2.720.559	92%	87%	0%	32%	33%	3%
B Tipi	Özel Fon	5	0%	0%	3	0%	0%	-37%	16	0%	0%	9	0%	0%	-44%	20%	16%	-20%
B Tipi	Tahvil ve Bono	2.390	9%	9%	2.055	8%	8%	-14%	92.450	3%	3%	89.854	3%	3%	-3%	20%	18%	-10%
B Tipi	Yabancı MK Fon	15	0%	0%	13	0%	0%	-13%	3.513	0%	0%	4.085	0%	0%	16%	15%	13%	-15%
Tüm B Tipleri		25.159		97%	25.862		98%	3%	2.978.043		95%	2.952.134		94%	0,34%	23%	22%	-4%
Tüm Piyasa		25.905			25.827		2%		3.143.176			3.125.945			-1%	22%	21%	-4%

* Milyon YTL (2008 ilk çeyrek)

* KBSS Katılma Belgesi Sahibi Sayısı, kısaca yatırımcı hesap sayısı

Doluluk Oranı: Doluşımdaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi

2008 yılının ilk üç ayında fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda hem portföy değerleri hem de yatırımcı sayıları pek değişmemiştir. A tipi fonlar tüm pazar içinde %1'lik bir değer kaybederken, B tipi fonlar %1 (Likit fonların artan payı ile) oran ile paylarını arttırmışlardır.

A tiplerinin pazar içinde payı azalırken yatırımcı sayılarının ise %6 civarında arttığını ve bunun tüm pazarda %1'lik bir artışa denk geldiğini; B tipi fonların ise %0,34 oranında yatırımcı kaybettiğini görebiliyoruz. Ayrıca tüm piyasadaki fona

sahip olan yatırımcı sayısının azaldığını söyleyebiliriz. Belirgin olarak A tipi Hisse fonlardaki yatırımcı sayısı %19, B tiplerinde Kıymetli Maden fonlarını alan yatırımcıların %234 arttığını görebiliyoruz.

Sonuç olarak; Yatırım fonlarının genel profilinde değişiklik olmadığını, sadece dönemin popüler yatırım araçları olan altın fiyatlarındaki yükseliş ve çok düşmüş olan hisse fiyatlarından faydalanmak için bu tür fonlara ufak girişler yaşanmıştır şeklinde özetleyebiliriz.

Fon Endeksleri ve Değişimler

2008 Mart sonu itibarıyla Fon Endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda; B tipi Fonlara yatırım yapan yatırımcıların enflasyon karşısında avantaj sağladığını, bunda ise likit fonların katkısının büyük olduğunu görebiliyoruz. Diğer göze çarpan nokta ise, B tipi Tahvil fonu alan yatırımcıların enflasyonu karşı korunduğu gibi net olarak %5'in üzerinde reel getiri elde ettikleridir.

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

Endeks	Fon Sayısı	02.04.2007 Değeri	01.04.2008 Değeri	%Değişim
A Tipi Fonlar Endeksi	50	1.049,17	980,34	-6,56%
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1.179,22	1.336,08	13,30%
Likit Fon Endeksi	15	1.175,59	1.328,58	13,01%
Endeks Fon Endeksi	10	382,99	342,44	-10,59%
Hisse Fon Endeksi	10	816,65	739,08	-9,50%
Karma Fon Endeksi	15	1.215,85	1.236,49	-1,70%
İştirak Fon Endeksi	4	1.298,75	907,34	-30,14%
Sektör Fonu Endeksi	10	1.116,53	850,1	-23,86%
Yabancı Mnk. Kıy. Fon End.	6	314,8	318,3	1,11%
Değişken Fon Endeksi *	25	1.167,15	1.330,67	14,01%
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1.200,79	1.385,03	15,34%
Özel Fon Endeksi	7	1.068,57	895,12	-16,23%
FM 30 Endeksi	30	1.081,60	1.220,26	12,82%
FM 50 Endeksi	50	1.061,31	1.197,75	12,86%

FON MARKET

www.fonmarket.com

Yatırım ve Emeklilik Fonları Hakkında

Bilmek İsteddiğiniz Her şey

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

Site üyeliği ücretsizdir

* Lütfen kurum e-mailinizle üye olunuz

Emeklilik Fonlarında İlk Çeyrek

Değer Artışları

Fon Türü	İlk Portföy Değeri*	Son Portföy Değeri*	Portföy Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Değer Artışı	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Büyüme Amaçlı Fonlar	427	378	-11,39	504.401	537.154	6,49	-17,88	9,34	7,87
Diğer Fonlar	873	840	-3,82	806.924	875.360	8,48	-12,3	19,1	17,48
Gelir Amaçlı Fonlar	2.711	2.965	9,37	1.937.613	2.041.162	5,34	4,03	59,31	61,76
İhtisaslaşmış Fonlar	38	29	-23,50	34.316	35.634	3,84	-27,33	0,83	0,6
Para Piyasası Fonları	522	589	12,82	1.057.962	1.089.421	2,97	9,84	11,41	12,26
Tüm Piyasa	4.571	4.800	5,03	4.341.216	4.518.731	5,47	-0,44		

*Milyon YTL (2008 ilk çeyrek)

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

Emeklilik fonlarında 2008 yılı başından Mart sonuna kadar geçen üç aylık sürede portföy değerlerinin %5,03 artışının yanı sıra yatırımcı sayılarının da benzer bir oranda arttığını görebiliyoruz. Değer artışını hesaplamak istediğimizde yönetilen büyüklüğün sisteme katılan yeni yatırımcılar sayesinde olduğunu söyleyebiliriz. Sonuçta yanında tüm pazarın değer artışı %-0,44 civarında gerçekleşmiştir. Diğer bir konu ise, bu dönemde yatırımcı-

ların tercihlerinin değişip değişmediği; Gelir amaçlı fonlar haricindeki diğer fonlardaki yatırımcılar ufak düşüşle pazardaki paylarını korumuşlardır. Aslında pazarda plan sahiplerinin fon bileşenlerinde değişiklik yaptıklarını söylemek oldukça zor olmakla birlikte, Gelir amaçlı fonlar ve Para piyasası fonlarını tercih eden yatırımcılar bu dönemde toplam içindeki paylarını arttırmış görünmektedirler.

Fonlarda Büyüme ve Enflasyon

Fon Türleri	02.01.2008	01.04.2008	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	427	402	-11,39%	-14,05%
Diğer Fonlar	873	873	-3,82%	-6,70%
Gelir Amaçlı Fonlar	2.711	2.883	9,37%	-6,10%
İhtisaslaşmış Fonlar	38	32	-23,50%	-25,79%
Para Piyasası Fonları	522	553	12,82%	9,43%
Toplam	4.571	4.743	5,03%	1,88%

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi üç aylık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz. Üç aylık sürede fon piyasasının; Büyüme amaçlı ve ihtisaslaşmış fonların negatif getirisine rağmen tüm piyasanın %5,03'lük artışından enflasyonu düşünce yinede net olarak %1,88 büyüdüğünü söyleyebiliriz. Büyümenin yeni katılımcılar sayesinde arttığını yukarıdaki tabloda özetlemekle birlikte para piyasası ve gelir amaçlı fonların mutlak olarak enflasyon karşısında da yenilmediğini görebiliyoruz.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2008 Başından itibaren tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %16, Kamu Borçlanma %67, Hisse %11 seviyelerinde seyretmektedir. 1 Nisan 2008 tarihinde bu oranlar Kamu Borçlanma %65,51, Ters Repo %18,078, Hisse %8,82, BPP %0,16, YMK %0,53, Diğer % 6,16'dır.

