

Değerli Okurlarımız,

Ülkemizde kurumsal yatırımcı tabanının gelişmesi ve sermaye piyasamızın daha güçlü hale gelmesi adına çaba ve çalışmalarımızı artırarak sürdürdüğümüz bir yılı daha geride bıraktık.

Geçtiğimiz yılın son aylarında iş ortamı ve reel sektördeki etkilerinin de açığa çıkmasıyla daha derinleşen küresel finansal kriz, yine yatırımcının ana gündem maddesiydi. Krizin tüm olumsuz yanlarına karşılık içerdiği yeni dersler ve düzenleyicilere de gözden geçirme fırsatları vermesi, gelecekte piyasaların sağlığı açısından olumlu beklentiler de getiriyor.

Her geçen yıl yeni enstrümanlar ve düzenlemelerle gelişme içinde olan sermaye piyasamızda da krizin olumsuz etkilerini yaşamaktayız ancak krizlerin aynı zamanda fırsatlar getirdiğini de biliyoruz. Bu yıl yatırımcılar bir yandan kendilerine çekidüzen verirken, bir yandan da yeni yatırım olanaklarını kollayacaklar. Sermaye Piyasası Kurul'muzun da, yatırımcı güvenini koruyarak, yatırım imkanlarını çeşitlendirerek yeni enstrüman ve düzenlemelerle hedefine doğru ilerleme gayretinde olacağına inanıyoruz.

Dergimizin dördüncü sayısında yine gündemi yakalayan ve piyasa aktörlerinin nabzını tutan zengin bir içerikle karşınızdayız. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanı Sayın Ceyda İskender, kurumsal yatırımcılara yönelik yapılmakta olan ve yapılacak yeni düzenlemeleri Kurumsal Yatırımcı'ya anlattı. Türkiye'de de hızla gelişen bir kurumsal yatırımcı kitlesi: Girişim Sermayesi ise kapak konumuzu oluşturdu.

Kurumsal Yatırımcı'nın bu sayısında, İstanbul Altın Borsası Başkanı Sayın Osman Saraç, borsanın önemi, fonksiyonları, gelişimi, yatırım aracı olarak altın ve borsanın kurumsal yatırımcılara sunduğu imkânları tüm detaylarıyla anlatıyor.

Ülkemizde de uygulanması gündemde olan hisse senetlerine dayalı vadeli işlem sözleşmelerini tanıttığımız bu sayımızda ayrıca, portföy yönetim şirketleri derecelendirmesi, yatırım ortaklıklarının 2008 sonu itibarıyla performans değerlendirmesi ve portföy yönetim şirketlerinde son dönemde yaygın olarak kullanılan risk ölçüm yöntemini tanıtan ve irdeleyen bir çalışma da yer alıyor.

EFAMA'dan bölümünde UCITS IV Direktifleri, Fon Yönetimi'nde Sentez Fon Sepeti Fonları ve Kamu Borçlanma Fonu türlerinin tanıtımını bulacaksınız.

Değerli ekonomist ve akademisyenlerin finansal krizi irdeleyen görüşleri, dünyadan ve Türkiye'den krize yönelik yeni kitap tanıtımları, krizin yatırım ortamına son yansımalarına dünyadan örnekler, sektörel veriler dergimizin sizlere gündemi taşımayı amaçladığı diğer bölümleri oluşturuyor.

Yeni yılda piyasamızı daha ileriye götürmek için çalışmalarımızı sürdüreceğiz.

Saygılarımla,

Gür ÇAĞDAŞ

TKYD Yönetim Kurulu Başkanı



Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Başkanı

“ Her geçen yıl yeni enstrümanlar ve düzenlemelerle gelişme içinde olan sermaye piyasamızda da krizin olumsuz etkilerini yaşamaktayız ancak krizlerin aynı zamanda fırsatlar getirdiğini de biliyoruz. Bu yıl yatırımcılar bir yandan kendilerine çekidüzen verirken, bir yandan da yeni yatırım olanaklarını kollayacaklar. ”

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 Tefik
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.Levent 34330 İSTANBUL
Tel:0212-279 03 99
Faks: 0212-279 07 44
info@tkyd.org.tr
www.tkyd.org.tr

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

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 yayımlanabilir.

içindekiler

4 SEKTÖRDEN HABERLER

6 SPK'DAN

Kurumsal Yatırımcılar Üzerine Genel Bir Değerlendirme

Ceyda İskender Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanı

12 ALTIN BORSASI

İSTANBUL ALTIN BORSASI, KIYMETLİ MADEN YATIRIMI VE SAKLAMA GÜVENCESİ
AÇISINDAN KURUMSAL YATIRIMCILAR İÇİN ALTERNATİF BİR PİYASA

Osman Saraç Altın Borsası Başkan Vekili

12 EKONOMİST GÖRÜŞ

Kronik Hastalık: Cari Açık...

Mehmet Besimoğlu Oyak Menkul Değerler A.Ş. Ekonomist

18 KAPAK
GİRİŞİM SERMAYESİ

20 İŞ GİRİŞİM

MURAT ÖZGEN

İş Girişim Sermayesi

Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Genel Müdür

22 TURKVEN PRIVATE EQUITY

25 HSBC PORTFÖY YÖNETİMİ

DR.AHMET ERELÇİN

HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.

Yönetim Kurulu Başkan Vekili



27

EKONOMİST GÖRÜŞ

Kriz ve Çıkış Yolları

Dr.Mahfi Eğilmez

34 RISK YÖNETİMİ

Portföy Yönetimi Şirketlerinde Risk Ölçme ve Yönetimi

Ali Gürsoy - Burak Saltoğlu

30 FON YÖNETİMİ

30 **FINANS PORTFÖY** SENTEZ FON SEPETİ FONLARI
TÜLİN TORA GÖĞÜŞ
Finans Portföy A.Ş. Portföy Yönetimi Müdürü

32 **AK PORTFÖY** AVIVASA EMEKLİLİK VE HAYAT KAMU
BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU
S.ATAGÜN KILIÇ
AK Portföy Yönetimi A.Ş. Müdür Yardımcısı

42 KAPAK HİSSE SENEDİNE DAYALI VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ

42 AHMET ÇAYIROĞLU
Oyak Menkul Değerler A.Ş.
Vadeli İşlemler Birim Yöneticisi

44 EMRAH YÜCEL
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Yurtiçi Piyasalar Bölüm Yönetmeni



46 AKADEMİK

Ekonomisi Yönetiminde
Sinyallemenin Önemine
Bir Yakın Zaman Örneği
Cevdet Akçay
Oyak Menkul Değerler A.Ş. Ekonomist

49 EFAMA
UCITS IV Direktifleri
Derleyen: CENK AKSOY
İş Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı

54 DERECELENDİRME
Fitch Ratings Portföy Yönetim Şirketi
Derecelendirmesi
Botan Berker

60 YATIRIM ORTAKLIKLARI
2008 Yıl Sonu İtibariyle Menkul Kıymet
Yatırım Ortaklıkları



56 TKYD'DEN
ETKİNLİKLER
DERNEK FAALİYETLERİ
EFAMA VE IIFA
TKYD ÇALIŞMA KOMİTELERİ
2009 YILI PLANLARI

64 FON DÜNYASI Derleyen: HALİM ÇUN

- Credit Suisse, Fon Yönetimi Bölümünü Aberdeen'e satıyor
- Rusya'nın ilk "risk sermayesi fonu" kuruldu!
- Morningstar Yılın Fon Yöneticilerini açıkladı
- John Neff ucuz hisselerin peşinde!

69 YATIRIMCI KİTAPLIĞI

72 KYD ENDEKSLERİ

73 SEKTÖR VERİLERİ



SEKTÖRDEN HABERLER

YENİ İHRAÇLAR:

Katılma payları kayda alınanlar:



1. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- Dinamik A Tipi İstanbul Değişken Yatırım Fonu



2. Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş.

- Likit-Kamu Emeklilik Yatırım Fonu
- Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu
- Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu
- Büyüme Amaçlı Uluslararası Karma Emeklilik Yatırım Fonu
- Esnek Emeklilik Yatırım Fonu



3. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- B Tipi Özel Portföy Yönetimi Değişken Fonu



4. Ergoİsviçre Hayat ve Emeklilik A.Ş.

- Para Piyasası Likit Kamu Emeklilik Yatırım Fonu
- Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu
- Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları (USD) Emeklilik Yatırım Fonu
- Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları (EURO) Emeklilik Yatırım Fonu
- Büyüme Amaçlı Esnek Emeklilik Yatırım Fonu
- Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu



5. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

- B Tipi %10 Getiri Garantili Temiz Enerji Fonu

Kuruluşuna izin verilen/katılma payları kayda alınanlar:



1. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.

- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Beşinci Yatırım Fonu
- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Altıncı, Yedinci ve Sekizinci Yatırım Fonu



2. Başak Groupama Emeklilik A.Ş.

- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Dördüncü Yatırım Fonu
- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Beşinci Yatırım Fonu
- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Altıncı Yatırım Fonu
- B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Yedinci Yatırım Fonu



3. T. İş Bankası A.Ş.

- B Tipi Dövizin Yükselineceğini Öngören Yatırımcılara Yönelik %100 Koruma Amaçlı Mutlu Yatırım Fonu

YENİ FAALİYET İZİNLERİ:



1. Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 50 milyon YTL başlangıç tutarlı 'Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Altın Fonu'nun kuruluşuna izin verildi.

2. EFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş.'nin, her biri 100.000.000 TL başlangıç tutarlı "EFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Hisse Senedi Model Portföy Fonu" ile "EFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Değişken Aktif Fonu"nun kuruluşlarına izin verildi.

3. Türk Ekonomi Bankası 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 müşteri varlıklarının saklanması konusunda portföy saklama kuruluşu olarak faaliyet göstermesine izin verildi.



4. 50.000.000 TL başlangıç tutarlı "Ata Yatırım Türkiye İslami Market A Tipi Borsa Yatırım Fonu"nun kuruluşuna izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

5. Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin portföy yönetim şirketlerinin bireysel portföy yönetimine konu müşteri varlıklarının saklanması konusunda portföy saklama kuruluşu olarak faaliyet göstermesine ilişkin talebi olumlu karşılandı.

ÖZEL DURUMLAR:



Akbank T.A.Ş.'nin, kurucusu olduğu A Tipi Sabancı Holding İştirak Fonu, Özel Bankacılık Portföy Yönetimi A Tipi Hisse Senedi Fonu ve A Tipi Mali Kuruluşlar Sektör Fonu'nun A Tipi Hisse Senedi Fonu bünyesinde; Özel Bankacılık Portföy Yönetimi B Tipi Tahvil ve Bono Fonu'nun B Tipi Uzun Vadeli Tahvil ve Bono Fonu bünyesinde; Özel Bankacılık Portföy Yönetimi B Tipi Değişken Fonu'nun, B Tipi Değişken Fon bünyesinde birleştirilmesi talebi kabul edildi.



Ceyda İskender

Sermaye Piyasası Kurulu
Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanı

“ Kurumsal yatırımcı sektörünün sahip olduğu mevcut gelişim potansiyelinin iyi bir şekilde değerlendirilebilmesi halinde, sermaye piyasamızın bugün olduğu noktanın çok daha ilerisine götürülebileceği açıktır. Bunun için gerek kamu otoritesine gerekse de sektör katılımcılarına sektörün küresel sermaye piyasalarının gereklerine uygun bir şekilde gelişiminin sürdürülmesi yönünde önemli görevler düşmektedir. ”

KURUMSAL YATIRIMCILAR ÜSTÜNE GENEL BİR DEĞERLENDİRME

Kurumsal Yatırımcıların Dünü, Bugünü ve Geleceğe İlişkin Beklentiler

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde istikrarlı büyümenin ve iktisadi kalkınmanın sağlanmasında en önemli faktörler gerekli sermaye birikiminin temin edilmesi ve doğru bir şekilde yatırıma yönlendirilmesidir. Hane halkının tasarruf eğiliminin yükseltilmesi, yatırımları finanse edecek fonların düşük maliyet ve yüksek tutarda sağlanabilmesi ve etkin ve verimli bir şekilde dağıtılabilmesi için o ülkede gelişmiş bir sermaye piyasasının var olması gerekmektedir. Sermaye piyasasının etkinliğini ve gelişmişlik düzeyini ise büyük ölçüde o piyasadaki kurumsal yatırımcıların gelişimi ve kurumsal yatırım tabanının genişliği belirlemektedir.

Ülkemiz sermaye piyasasının bugün geldiği noktaya ulaşmasında, kolektif yatırım araçları endüstrimizin gerek sermaye piyasamızın derinleşmesi gerekse de piyasadaki bilgi birikimi ve profesyonellik düzeyinin artması yönünde etkisi büyük olmuştur. Ancak bazı sektör istatistiklerine bakıldığında sektörde hala geliştirilmeye açık alanların ve önemli bir potansiyelin mevcut bulunduğunu söylemek de yanlış olmayacaktır.

Örneğin kurumsal yatırımcıların son 5 yıllık dönemdeki ortalama portföy dağılımlarına bakıldığında özellikle menkul kıymet yatırım fonu portföylerinde hisse senedi oranlarının düşüklüğü ve giderek artan ters repo oranları göze çarpmaktadır. Emeklilik yatırım fonlarında ise hisse senedi oranları menkul kıymet yatırım fonlarına göre nispeten daha yüksek ve ters repoda değerlendirilen fon büyüklüğü oranı oldukça düşük seyretmektedir. Emeklilik yatırım fonlarında yatırıma yönlendirilen tutarın önemli bir oranı ise DİBS'lerde değerlendirilmektedir. Ortalama vadeler açısından bakıldığında, emeklilik yatırım fonlarında ortalama vadenin her dönemde daha uzun olduğunu ve en güncel veriler itibarıyla menkul kıymet yatırım fonlarında 50 gün civarında iken emeklilik yatırım fonlarında 370 gün civarında olduğunu görmekteyiz. Bu durum, emeklilik yatırım fonlarının kurumsal yatırımcı olarak sektöre girmesinden bu yana uzun vadeli yatırım alışkanlığının kazanılmasında önemli katkıları olduğunu, aynı zamanda menkul kıymet yatırım fonlarında da vadelerin uzaması için yapılması gerekenler olduğunu ortaya koymaktadır.

Menkul Kıymet Yatırım Fonları Portföy Dağılımları Tablosu

| TÜM MENKUL KIYMET YATIRIM FONLARI | | | | | | |
|-----------------------------------|------|--------|-------|-------|-------|---------|
| Yıl | HS % | DİBS % | TR % | BPP % | YMK % | Diğer % |
| 2004 | 2,22 | 67,17 | 27,77 | 2,83 | 0,02 | 0,00 |
| 2005 | 2,52 | 70,27 | 26,03 | 1,14 | 0,03 | 0,00 |
| 2006 | 2,70 | 38,27 | 57,53 | 1,39 | 0,09 | 0,02 |
| 2007 | 2,53 | 37,90 | 56,29 | 2,97 | 0,05 | 0,25 |
| 2008/10 | 1,44 | 30,73 | 63,27 | 3,96 | 0,03 | 0,56 |

Kaynak: SPK

Emeklilik Yatırım Fonları Portföy Dağılımları Tablosu

| TÜM EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI | | | | | | |
|-------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|---------|
| Yıl | HS % | DİBS % | TR % | BPP % | YMK % | Diğer % |
| 2004 | 13,32 | 72,44 | 9,07 | 3,33 | 1,84 | 0,00 |
| 2005 | 11,12 | 80,41 | 5,35 | 0,91 | 0,76 | 1,45 |
| 2006 | 8,59 | 73,03 | 14,43 | 2,50 | 0,69 | 0,75 |
| 2007 | 11,60 | 68,87 | 13,66 | 0,42 | 0,51 | 4,93 |
| 2008/10 | 7,03 | 67,06 | 19,66 | 0,07 | 0,54 | 5,64 |

Kaynak: SPK

Toplam Fon Büyüklüğünün Fon Tür ve Tiplerine Göre Dağılımı Tablosu

| Yıl | Toplam MKYF (Milyon TL) | A Tipi MKYF (Milyon TL) | B Tipi MKYF (Milyon TL) | Likit Fonlar (Milyon TL) | B Tipi Fonların Toplam İçindeki Payı (%) | Likit Fonların Toplam Fonlar İçindeki Payı (%) |
|---------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|--|--|
| 2004 | 24.443 | 780 | 23.663 | 13.337 | 96,81 | 54,56 |
| 2005 | 29.374 | 1.033 | 28.340 | 19.996 | 96,48 | 68,07 |
| 2006 | 22.011 | 831 | 21.180 | 17.944 | 96,22 | 81,52 |
| 2007 | 26.381 | 919 | 25.461 | 20.442 | 96,51 | 77,49 |
| 2008/10 | 25.008 | 600 | 24.405 | 21.429 | 97,59 | 85,69 |

Kaynak: SPK

Yine tüm menkul kıymet yatırım fonlarının son 5 yıllık dönemdeki toplam fon büyüklüğünün fon tür ve tiplerine göre dağılımına bakıldığında, B tipi fonlarda değerlendirilen fon büyüklüğünün toplam fon büyüklüğünün % 95'inin üzerinde olduğu, likit fonların ise fon türleri içerisinde en yüksek ağırlığa sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Kurumsal yatırımcı sektörünün sahip olduğu mevcut gelişim potansiyelinin iyi bir şekilde değerlendirilebilmesi halinde, sermaye piyasam-

zın bugün olduğu noktanın çok daha ilerisine götürülebileceği açıktır. Bunun için gerek kamu otoritesine gerekse de sektör katılımcılarına sektörün küresel sermaye piyasalarının gereklerine uygun bir şekilde gelişiminin sürdürülmesi yönünde önemli görevler düşmektedir. Gelişim hedefine yönelik çalışmaların başarısı konusunda önkoşul ise, elbette sektör ve kamu otoritesi arasındaki işbirliğinin tesisidir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) kurumsal yatırımcıları temsilen kuru-

lan meslek dernekleri başta olmak üzere sektörle diyalog ve işbirliğinin geliştirilmesi yönündeki yaklaşımına karşılık, Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin (TKYD) sektörü temsilen yaptığı çalışmalar ve SPK ile koordinasyon görevini üstlenmesi sektörümüz için çok önemli kazanımlar olmuştur. TKYD'nin başarılı çalışmalarına yeni bir halka olarak "Kurumsal Yatırımcı"yı hayata geçirmesi ise bilgi paylaşımı, ortak akıl geliştirme ve sektörün tanıtımı yolunda atılmış

büyük bir adımdır. SPK tarafından son dönemde TKYD ve diğer sektör katılımcıları ile işbirliği içerisinde yapılan düzenlemelere bakıldığında, sektörün gelişimi açısından çok önemli adımlar atıldığı ve bu düzenlemelerin filli sonuçlarının da olumlu manada alınmaya başlandığı görülmektedir.

Kurumsal yatırımcıların gelişimi denildiğinde akla gelen en önemli konulardan biri, piyasadaki kolektif yatırım aracı çeşitliliğinin artırılmasıdır. Farklı kolektif yatırım araçları farklı risk ve getiri beklentisine sahip yatırımcıları kurumsal portföyle-re yönelterek kurumsal yatırımcı tabanının genişlemesine yardımcı olmaktadır. 2007-2008 döneminde SPK tarafından yapılan düzenlemelerin çoğu yeni ürünlerin hayata geçirilmesine yönelik olmuştur. DİBS endekslerine dayalı borsa yatırım fonları, fon sepeti fonları, serbest yatırım fonları, koruma amaçlı yatırım fonları, garantili fonlar, konut finansman fonları, ipotek teminatlı/ipteğe dayalı menkul kıymetler gibi yeni araçlar sermaye piyasamıza kazandırılmıştır. Mevcut durumda dokuz adet borsa yatırım fonu, üç adet fon sepeti fonunun mevcut bulunmasının yanında, beş adet serbest yatırım fonu kuruluşuna izin verilmiş ve bunlardan bir tanesinin katılma payları Kurul kaydına alınmış, 26 adet koruma amaçlı yatırım fonu ve üç adet garantili yatırım fonunun kuruluşuna izin verilmiş ve katılma payları Ku-

rul kaydına alınmıştır. Tüm bu yeni araçların sektörde portföy yönetimi alanında uzmanlaşmış kadroların daha etkin bir şekilde değerlendirilmesine imkan vermesi ve en önemlisi ülkemizdeki yatırım kültürünü değiştirerek sektöre daha uzun vadeli bir yaklaşım getirmesi beklenmektedir.

Öte yandan portföy yönetim şirketlerinin, yönettikleri bireysel portföylere ait varlıkların saklanması konusunda portföy saklama kuruluşu olarak faaliyet göstermesine izin verilen bankalardan hizmet almasına ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Saklama bankaları, portföy yönetim şirketlerinin bireysel müşterilerine ait finansal varlıkların saklanması, kayıtlarının tutulması, varlık ve nakit hareketlerinin idaresi ve kontrolü faaliyetlerini yürüterek sistemde ilave bir güvenlik unsuru olarak yerini almıştır. Son durum itibarıyla altı adet bankaya bireysel portföyler konusunda portföy yönetim şirketlerine saklama hizmeti vermesi konusunda izin verilmiştir.

Yine gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) tebliğinde 2008 yılında yapılan değişiklikler ile, hem sistemin güvenilirliğini daha da arttıracak hem de sektöre katılım imkânını genişletecek yeni düzenlemeler getirilmiştir. En önemli değişiklik, GYO'larda faaliyet konusuna giren alanlarda gerekli tecrübe ve yeterli mali güce sahip olacak en az bir ortağın kuruluş ve dönüşümde lider

sermayedar olması zorunluluğunun getirilmesi olmuştur. Bu düzenlemenin öncelikli amacı, GYO'nun aynı zamanda hakim ortağı olması öngörülen lider sermayedarın GYO'larda güven unsuru olarak sistemdeki yerini almasıdır. Diğer taraftan mevcut yapıda, GYO kuruluş ve dönüşüm başvurularında hâlihazırda bütün kurucu ortaklarda aranan başvuru şartları yeniden düzenlenerek, lider sermayedar haricindeki diğer ortaklarda aranan şartların hafifletilmesi sağlanmıştır. Bu model ile küçük ortaklara hem daha güvenli bir sisteme yatırım yapma imkanı getirilmiş hem de bu ortakların bu sisteme daha kolay şartlarla girmesi temin edilmiştir.

SPK tarafından iki yıllık bir çalışmanın sonucu olarak bu dönemde, AB mevzuatına uyumlu yeni Sermaye Piyasası Kanunu taslağının hazırlık çalışmaları tamamlanmış ve taslakta kurumsal yatırımcılar sektörünün yeniden yapılanmasını sağlayacak reform niteliğinde yenilikler öngörülmüştür. Kanun değişikliğinin gerçekleşmesi halinde yatırım fonu kurucularına ilişkin kurum bazlı sınırlamaların kaldırılması ve fon yönetim şirketlerinin hayata geçirilmesi, yatırım fonlarının açık uçlu hale getirilmesi, değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının ve portföy saklama kuruluşlarının kurulması ve kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu olarak Türkiye Kurumsal Yatırımcılar Birliği'nin teşkilatlanması mümkün hale gelecektir.

Yatırım Fonları ve Emeklilik Yatırım Fonları Toplam Değerleri ve Yatırımcı Sayıları

| Tarih | Yatırımcı Sayısı | | Toplam Değer (Milyon TL) | |
|------------|------------------|-----------|--------------------------|-------|
| | MKYF | EYF | MKYF | EYF |
| 03/10/2008 | 3.398.388 | 1.558.056 | 25,249 | 5,812 |
| 15/10/2008 | 3.493.159 | 1.463.865 | 25,612 | 5,794 |
| 03/11/2008 | 3.285.567 | 1.694.438 | 24.905 | 5.838 |
| 14/11/2008 | 3.310.706 | 1.655.960 | 25.019 | 5.905 |
| 01/12/2008 | 3.311.556 | 1.678.502 | 24.772 | 6.043 |
| 15/12/2008 | 3.482.575 | 1.486.425 | 24.359 | 6.195 |
| 26/12/2008 | 3.248.739 | 1.719.625 | 24.036 | 6.333 |

Kaynak: SPK

SPK tarafından ilki Ocak ayında ikincisi de Şubat ayında olmak üzere girişim sermayesi ve alt yapı yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemeler kapsamında iki çalıştay düzenlenecektir.



Düzenleme altyapısında bahsedilen iyileştirmeler yapılmış olmakla birlikte, 2008 yılının son çeyreğinde özellikle Ekim ve Kasım aylarında etkisini en fazla hissetmiş olduğumuz küresel kriz kurumsal yatırımcılar açısından da oyunun kurallarını değiştirmiştir. Bu dönemde en fazla düşüş hisse senedi fonlarında yaşanmıştır. Portföylerde bulunan varlıklarda görülen krize bağlı değer düşüşleri toplam değerlerin de düşmesine neden olmuş, ayrıca yatırımcıların döviz, nakit ve kıymetli maden gibi farklı yatırım araçlarına yönelmeleri nedeniyle yatırım fonu katılma paylarına yatırım yapan yatırımcı sayısında da azalmalar görülmüştür. Emeklilik yatırım fonlarında ise katılımcı sayısı ve fon büyüklüğündeki artış devam etmekle birlikte önceki döneme göre artış hızı azalmıştır.

Kriz döneminde sermaye piyasalarını teşvik etme amaçlı olarak, 14.11.2008 tarihinden itibaren tam mükellef gerçek kişi ve kurumlar tarafından hisse senetlerine ilişkin olarak elde edilen kazançlar için stopaj oranının % 0'a düşürülmesi sonucunda, bireysel hisse senedi yatırımları yatırım fonları aracılığıyla yapılan hisse senedi yatırımları karşısında vergisel açıdan daha avantajlı bir hale gelmiştir. Bu kapsamda kurumsal portföylerdeki hisse senedi oranının artırılabilmesini teminen, portföyünde hisse senedi bulunduran yatırım fonları açısından yeni teşviklerin neler olabileceğinin araştırılması gerekmektedir.

Kriz, Aralık ayı başına kadar olan dönemde yatırım ortaklıklarında da yatırım fonlarına benzer şekilde portföyde yer alan varlıkların de-

ğerlerinde düşüş yaşanmasına neden olmuştur. Yatırım ortaklıkları endeksi, İMKB Ulusal 100 endeksi paralelinde bir düşüş göstermekle birlikte söz konusu hisse senetlerinin likiditesinin düşük olması ve yabancı yatırımcı oranının nispeten az olması sebebiyle endeksten daha az düşüş kaydetmiştir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları endeksinde gözlemlenen düşüş oranının ise İMKB Ulusal 100 Endeksine göre daha fazla olduğu görülmektedir. Bunun ana nedeni krizin çıkış sebeplerinden olan konut piyasalarında yaşanan fiyat düşüşlerinden ülkemizdeki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının da etkilenmiş olmasıdır.

Diğer taraftan kriz döneminin tüm dünyada en çok tartışılan konusu, düzenlenmeyen bir alan olması ve yatırımlarının şeffaf olmaması gibi

İMKB U-100, GYO, MKYO Endeks Değerleri Tablosu

| Endeksler | | | |
|------------|------------|----------|------------|
| Tarih | İMKB U-100 | G. Y. O. | M. K. Y.O. |
| 29.09.2008 | 36.051 | 17.783 | 10.894 |
| 03.10.2008 | 34.553 | 17.133 | 10.702 |
| 15.10.2008 | 29.444 | 13.739 | 9.085 |
| 03.11.2008 | 27.988 | 12.137 | 8.565 |
| 14.11.2008 | 25.425 | 11.583 | 8.014 |
| 01.12.2008 | 24.331 | 10.872 | 7.814 |
| 15.12.2008 | 25.598 | 11.103 | 8.197 |
| 26.12.2008 | 26.498 | 11.176 | 8.504 |

Kaynak: SPK

yönleriyle hedge fonlar olmuştur. Ülkemizde ise hedge fonların serbest yatırım fonları adı altında kurulmalarına ve faaliyet göstermelerine yakın dönemde izin verilmiş bulunmaktadır. Serbest yatırım fonlarının diğer ülke örneklerinin aksine Kurulumuz kaydında yer almaları ve Kurulumuz düzenlemelerine tabi olmaları nedeniyle, kriz dönemlerinde karşı karşıya kalılabilecek risklerin diğer ülke örneklerine göre daha sınırlı olduğu düşünülmektedir. Örneğin, fon paylarının Kurul kaydına alınabilmesi için fonların yönetimine ilişkin risk yönetim sistemlerini de içeren bir iç kontrol sistemini oluşturmaları zorunluluğunu yerine getirmeleri gerekmektedir. Ayrıca Kurulumuzca sınırlandırılmasına rağmen, kuruluşuna izin verilen mevcut serbest yatırım fonlarının iç tüzüklerinde kaldıraç oranının en fazla 5 kat olarak belirlendiği görülmektedir.

SPK'nın önümüzdeki döneme ilişkin ajandasında, kurumsal yatırımcılar alanında kısa vadeli projeler olarak girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve menkul kıymet yatırım fonları açısından çok önemli açılımlar getirecek düzenleme değişiklikleri ile alt yapı yatırım ortaklıklarının yasal alt yapısının oluşturulması yer almaktadır. Orta vadede ise girişim sermayesi yatırım fonlarının hayata geçirilebilmesi için gerekli düzenlemelerin tamamlanması, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve portföy yöneticiliği faaliyetine ilişkin düzenlemelerin sektörün gelişen ihtiyaçları doğrultusunda revizyonu ile yeni Sermaye Piyasası Kanunu taslağı çerçevesinde gerekli alt düzenleme taslaklarının oluşturulması planlanmaktadır.

Kısa vadeli projelerden, menkul kıymet yatırım fonları tebliğinde yapılması planlanan değişiklik ile fon endüstrimiz için koruma amaçlı ve garantili yatırım fonlarının şemsiye fon şeklinde kurulmasının zorunlu tutulması ve serbest yatırım fonları ile borsa yatırım fonları dışındaki yatırımların

“ Sermaye Piyasası Kurulu'nun bir yılı aşkındır üzerinde çalıştığı, kamu sektörünün alt yapı yatırımlarının sermaye piyasaları yoluyla finansmanında yatırım ortaklığı şeklinde faaliyet gösterecek yeni bir şirket modeli öngörülüyor düzenlemenin de en kısa sürede yürürlüğe girmesi planlanmaktadır. ”

rim fonlarının kuruluş ve kayda alma başvurularının birlikte sonuçlandırılması yoluyla başvuru süreçlerinin kısaltılması ve garantili ve koruma amaçlı yatırım fonlarının portföylerine alınabilecek araçların çeşitlendirilmesi ile fon portföylerinin daha etkin bir şekilde yönetilebilmesinin temin edilmesi amaçlanmaktadır.

Yine Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO) Tebliğinde yakın dönemde sonuçlandırılması planlanan değişiklik ile GSYO'ların; yurtiçinde kurulan girişim sermayesi yatırım fonlarına yatırım yapabilmeleri, sadece Türkiye'de kurulu girişim şirketlerine yatırım yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan özel amaçlı kuruluşlara yatırım yapabilmeleri, Türkiye'deki girişim sermayesi faaliyetlerine yönelik olarak danışmanlık hizmeti vermek üzere yurtiçinde ve yurtdışında kurulu danışmanlık şirketlerine ortak olabilmeleri ve Türkiye'de kurulu portföy yönetim şirketleri ile yurtdışında kurulmakla birlikte faaliyet kapsamı sadece Türkiye'de kurulu

girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketlerine ortak olabilmelerine imkan verilmesi amaçlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun bir yılı aşkındır üzerinde çalıştığı, kamu sektörünün alt yapı yatırımlarının sermaye piyasaları yoluyla finansmanında yatırım ortaklığı şeklinde faaliyet gösterecek yeni bir şirket modeli öngörülüyor düzenlemenin de en kısa sürede yürürlüğe girmesi planlanmaktadır. Sermaye piyasası kurumu olarak faaliyette bulunacak olan alt yapı yatırım ortaklıklarının (AYO), kurucularına ve kuruluş usullerine, portföy işletmeciliği faaliyet izinlerine, organizasyon yapılarına, ihraç edecekleri sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasına, yatırım faaliyetlerine, kamuyu aydınlatma ve yatırımcıların bilgilendirilmesi yükümlülüklerine ilişkin esaslar getirilerek güvenli bir sistem yaratılarak bütçe üzerinde yaratılan yükün azalması, sermaye piyasalarımıza uzun vadeli kaynak aktarımı sağlanması ve ayrıca tarım, sulama, enerji, kentsel dönüşüm vb. alt yapı yatırımlarına dayalı bir portföyü işletmek üzere kurulacak AYO'ların sermaye piyasalarımızdaki ürün çeşitliliğini artırması beklenmektedir.

SPK tarafından ilki Ocak ayında ikincisi de Şubat ayında olmak üzere girişim sermayesi ve alt yapı yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemeler kapsamında iki çalıştay düzenlenecektir. Çalıştaylarda ülkemizdeki girişim sermayesi ve alt yapı yatırım olanaklarının değerlendirilmesi, bu tür yatırımların finansmanına ilişkin yurtdışı uygulamalar ile ülkemizdeki duruma ilişkin bilgi ve deneyimlerin paylaşılması ve ilgili düzenlemeler hakkında görüş alışverişinde bulunulması planlanmaktadır. Kamu otoritesi ve sektör katılımcıları arasındaki işbirliğinin bir göstergesi olan bu organizasyonlar, yapılacak düzenlemelerin amacına ulaşması açısından da verimli bir paylaşım platformu olacaktır.

Şirketimiz sektörünün lider kurumu olarak yönettiği portföylerde istikrarlı büyümeye ve maksimum müşteri memnuniyetine odaklanmıştır.

Bu hizmet anlayışıyla 2009 yılında da uzman kadromuz müşterilerimizin varlıklarına değer katmaya devam edecektir.

YENİ YILINIZ KUTLU OLSUN



PORTFÖY YÖNETİMİ

Kurumsal yatırımcılara portföy yönetimi ve yatırım danışmanlığı

www.isportfoy.com.tr



Osman Saraç
Altın Borsası Başkanı

“ İstanbul Altın Borsası'nın kurulması ile birlikte dünya altın ticaretinde üst sıralarda yer alan Türk altın sektörü; teşkilatlı bir yapıya kavuşmuş, rekabetçi fiyat oluşumu sağlanmış, gayriresmi altın ithalatı engellenmiş, yurt içi altın fiyatlarıyla uluslararası altın fiyatları arasındaki farklılık yok edilerek altın sektöründeki maliyetler aşağıya çekilmiştir. ”

İSTANBUL ALTIN BORSASI, KIYMETLİ MADEN YATIRIMI VE SAKLAMA GÜVENCESİ AÇISINDAN KURUMSAL YATIRIMCILAR İÇİN ALTERNATİF BİR PİYASA

Uluslararası piyasalarda genellikle tezgâh üstü denilen organize olmayan piyasalarda işlem gören altın için dünya çapında bilinen üç borsa bulunmaktadır. Bu üç borsadan biri olan İstanbul Altın Borsası'nda külçe altın, gümüş ve platin gibi kıymetli madenler spot ve ödünç olmak üzere iki piyasada işlem görmektedir.

1980'li yıllarda gerçekleştirilen Türk ekonomisindeki yapısal reform hareketi çerçevesinde altın ticaretinin serbestleştirilmesi ve altına bağlı sermaye hareketlerinin teşvik edilmesiyle başlayan süreç, altının finansal piyasalara entegrasyonu amacıyla geliştirilen yasal ve yapısal düzenlemelerle devam etmiştir. Altın piyasalarının tam etkinliğe kavuşması ve Türkiye'nin uluslararası alanda ismini duyurması 1995 yılında İstanbul Altın Borsası'nın faaliyete geçmesi ile başlamıştır.

İstanbul Altın Borsası'nın kurulması ile birlikte dünya altın ticaretinde üst sıralarda yer alan Türk altın sektörü; teşkilatlı bir yapıya kavuşmuş, rekabetçi fiyat oluşumu sağlanmış, gayriresmi altın ithalatı engellenmiş, yurt içi altın fiyatlarıyla uluslararası altın fiyatları arasındaki farklılık yok edilerek altın sektöründeki maliyetler aşağıya çekilmiştir. Bunun sonucunda da,

- Türk kuyumculuk sektörünün yurt dışı rekabet gücü artmış,
- Altın ithalatının uluslararası standartlarda ve saflıktaki külçelerle yapılması sağlanarak kuyumculuk sektörünün ürünlerindeki kalite yükselmiş,
- Sektörün kayıt altına alınmasında önemli bir aşama kaydedilmiştir. İstanbul Altın Borsası'nın başlıca işlevi, teşkilatlı bir kurum kimliğinde likidite sağlamak, kıymetli maden işlemlerinde referans fiyatı belirlemek, başta altın olmak üzere kıymetli madenlere dayalı yatırım

araçları vasıtasıyla finansal ürün yelpazesini genişleterek ulusal ve uluslararası piyasalara entegrasyonu sağlamaktır. İstanbul Altın Borsası da bu çerçevede değerlendirildiğinde finans piyasalarımızda yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcılar için yeni bir alternatif piyasalar topluluğu olmuştur.

İstanbul Altın Borsası, 1999 yılında Kıymetli Madenler Borsası konumuna gelmek üzere gümüş ve platinin de Borsa bünyesinde işlem görmesini sağlamış, aynı yıl standart dışı altın işlemlerine de imkân verilerek yastık altında bulunan altının ekonomiye geri dönüşü teşvik edilmiştir.

2000 yılında Kıymetli Madenler Ödünç Piyasasının kurulmasıyla bu piyasa ile sektörün kısa ve uzun vadeli finansman ihtiyacının en uygun maliyetle karşılanabilmesi amaçlanmıştır.

2001 yılı içinde yapılan çalışmalar sayesinde İAB üyesi olmayan kişi ve kuruluşlara saklama sözleşmesi imzalanması kaydıyla Borsa kasasında altın saklama imkanı verilmiş, yurt içinde üretilen kıymetli madenlerin Borsa'da işlem görmesi sağlanmış, kıymetli madenlere dayalı bonolara ilişkin tebliğin yayımlanması ve İAB üyesi bankalar tarafından çıkarılabilecek bu bonoların ikincil piyasa işlemlerinin Borsa'da gerçekleştirilmesine ilişkin hukuki alt yapı sağlanmıştır.

2002 yılında yapılan bir çalışma ile kıymetli madenlere dayalı yatırım fonları tebliğinde değişiklik yapılarak Borsa'nın, fona konu kıymetli madenler için saklamacı kuruluş olarak belirlenmesi ve fona konu madenlerin % 25'inin Borsa bünyesindeki Ödünç Piyasa'da işlem görebilmesine imkân verilmiştir.

2005 yılında uygulamaya geçirilen Gram Altın İşlemleri ile asgari işlem limiti 1 kg'dan 100 grama indirilerek küçük yatırımcıların da Borsada işlem yapması hedeflenmiştir.

Ayrıca, 2006 yılında ülkemizde altına yatırım yapmak isteyen kurumsal ve bireysel yatırımcılar için kolay ve hızlı alım satım işlemlerini temsil eden "Altına Dayalı Borsa Yatırım Fonu" kurulmuş olup altına dayalı fon sayesinde yatırımcılar tarafından altın, hisse senedi formunda İMKB'nin açık olduğu gün ve saatlerde alınıp satılabilmektedir. Bunun yanı sıra 2006 yılı içinde bazı banka ve aracı kurumlar tarafından altın yatırım fonu kurulmuş olup yeni fon kurma çalışmaları devam eden kuruluşlar da bulunmaktadır. Gerek borsa yatırım fonu gerekse diğer yatırım fonlarının altınları, İstanbul Altın Borsası'nda saklanmakta ve fona ilişkin alım satım işlemleri Borsa seans salonunda yapılmaktadır.

Diğer yandan Borsamızın uluslararası bir nitelik kazanmasında ve yurtdışı yatırımcılar ve piyasalarla entegrasyonunun sağlanmasında önemli bir adım sayılan Otomasyon Projesi başlatılmıştır. Üç aşamalı olarak planlanan otomasyon projesinin ilk aşaması Ekim 2006'da tamamlanmış ve seans salonunda tüm emirlerin elektronik ortamda iletilmesi ve eşleşmesi sağlanmıştır. Otomasyon Projesi'nin ikinci aşaması olan uzaktan erişim işlem sistemi, Mayıs 2007'den itibaren devreye alınmıştır. Otomasyon projesinin son aşaması olan seans saatleri dışında internet üzerinden kesintisiz işlem yapmaya imkân veren sistem, Aralık 2007 itibarıyla başlatılmıştır. Amacımız üyelerimizin 24

saat açık olan küresel piyasalardaki fiyat hareketlerinden yararlanmasına imkân tanımak ve Borsa'ya emir iletiminin en hızlı ve pratik bir şekilde mekân problemi yaşanmaksızın yapılmasını sağlamaktır.

Portföy Risk Yönetiminde Altının Rolü

Altın, uluslararası ödeme ve likidite aracı olarak rolü azalmasına karşın, ülkelerin resmi rezervlerinde hala önemli bir paya sahiptir. Bugün enflasyon baskısı ve ekonomik krize dönemlerinde başvurulacak bir kaynak olması ve istikrarlı bir yatırım aracı olması dolayısıyla altın güvenilir bir araçtır.

Resmi kuruluşların rezervlerinde altın bulundurmalarının başlıca üç sebebi bulunmaktadır:

- Güvence
- Likidite
- Çeşitlendirme

Merkez Bankası kasalarında düzenli bir şekilde saklandığı sürece altın rezervlerde güvence sağlar. Diğer yandan politik karmaşa ve yüksek küresel enflasyon durumlarında altının likiditesi mükemmeldir. İşler yanlış gittiğinde diğer varlıkların tersine altın fiyatları yukarı gider. Son olarak da uzun vadede altının fiyatı ABD doları ile hisse senetleri ve Amerikan Hazine Bonolarıyla negatif korelasyon göstermektedir, bu sebeple altın çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmakta büyük fayda sağlar, risk getiri profilinin iyileştirilmesine imkan verir. Altın büyük ülkelerin sigorta poliçesi olarak da kabul edilebilir.

Risk yönetimi açısından bakıldığında bir portföy bileşeni olarak altının

önemi ve etkileri aşağıda sıralanmaktadır:

Altın, hisse senetleri ve hazine menkul kıymetleri ile ters orantılı fiyat hareketleri eğiliminde olan tek varlıktır. Çünkü altın, hisse senetleri ve söz konusu menkul kıymetlerle, portföyün volatilitisini kayda değer oranda azaltan negatif korelasyona sahiptir. Volatilitedeki bu düşüş portföyün performansını etkilemektedir.

Altın, oldukça likittir ve hatta nakit para olarak dikkate alınabilmektedir. Hisse senetlerinin aksine dünya çapındaki piyasalarda 24 saat işlem görebilmektedir. Altının faydası, bir likidite kaynağı olmasından dolayı, özellikle kriz dönemlerinde kanıtlanmaktadır. Hisse senetleri keskin bir düşüş yaşarken altın değerini korumaktadır.

Altının likidite riski oldukça düşük-

tür. Ancak hisse senedi gibi diğer sermaye piyasası araçlarının bazı dönemlerde likit bir konuma gelmesi zaman almaktadır. Altının dünya piyasalarındaki işlem hacmi, önemli para birimlerinin işlem gördüğü döviz piyasaları kadar kayda değerdir.

Araştırmalar, altının eklendiği bir portföyün, altın diğer enstrümanlarla negatif bir korelasyona sahip olduğundan, getirisinin olumlu yönde etkilendiğini ve portföy volatilitésinin de azaldığını göstermektedir. Hisse senetlerinin düştüğü ve piyasada karmaşa yaşandığı dönemlerde portföyün bir kısmının en azından değerini koruyabilen bir varlığa, altına, yatırılması gereklidir.

Kurumsal Yatırımcılar açısından İstanbul Altın Borsası'ndaki imkânlar:

1. Fonlara ilişkin hizmetler

Borsa Yatırım Fonları

Genel olarak açık uçlu yatırım fonları katılma payları, organize ve şeffaf piyasalar olarak tanımlanan borsalarda işlem görmekte ve uluslararası piyasalarda hızla büyümeye ve yatırımcıların ilgisini çekmeye devam etmektedir. Bir borsa yatırım fonu, belirli bir endeksin içindeki tüm menkul kıymetlere yatırım yapabileceği gibi, bu endeksi yansıtan bir menkul kıymet örnek grubuna ya da altın gibi emtialara yatırım yapabilir. Kıymetli metallere dayalı Borsa Yatırım Fonları genellikle fon adına bir saklama kuruluşunda tutulan altın ve gümüş külçelere dayalıdır.

Altının konu olduğu Borsa Yatırım Fonlarının avantajları

- Oldukça likittir.

• Sigorta, saklama maliyetleri gibi hususlar nedeniyle bireyler için maliyetli olan fiziki altın piyasasına daha düşük maliyetle ve kolaylıkla erişim sağlar.

• % 100 altına dayalıdır. Fiziki altın almadan altının performansına doğrudan ve düşük bir maliyetle katılım sağlar.

• Fon katılım payları, hisse senetleri piyasasında işlem görerek portföylere kolaylıkla sigorta özelliğinin kazandırılmasını sağlar.

• Fiyatı altın üzerinden hesaplandığı için yatırımcılara gün içinde fiyatları sürekli izleme ve alım satım imkanı verir.

Dünya Altın Konseyi'nin girişimiyle 28 Mart 2003 tarihinde Sydney Stock Exchange'de işlem görmeye başlayan altına dayalı ilk borsa yatırım fonu olan Gold Bullion Securities, aynı yılın sonunda London Stock Exchange'e de kote olmuştur. Bu fonu, sırasıyla Johannesburg Stock Exchange'e kote olan New Gold Bullion Debentures, American Stock Exchange'e kote olan Equity Gold Trust ve Street Tracks Gold yatırım fonları izledi. Bu fonlardan özellikle ABD'de kurulu olanlar son bir yıl içinde önemli bir büyüme oranını yakaladılar.

Altına kolaylıkla yatırım yapma imkânı veren bu fonların tanıtımının ve pazarlamasının, özellikle fiziki altına olan talepleri önemli miktarlarda olan Türkiye gibi ülkelerde etkili bir şekilde yapılması önemlidir. Bu fonlar sayesinde alınacak bir katılım payının fiyatı 1 ons veya 1 gram altına eşit olmakta ve fiziki altın almadan altının getirisine dayalı fon katılım payı alınarak altına yatırım yapılmış olunmaktadır. Çünkü fiziki altına yatırım yapmak, sigorta, saklama ve yüksek işlem maliyeti gibi

“ Araştırmalar, altının eklendiği bir portföyün, altın diğer enstrümanlarla negatif bir korelasyona sahip olduğundan, getirisinin olumlu yönde etkilendiğini ve portföy volatilitésinin de azaldığını göstermektedir. Hisse senetlerinin düştüğü ve piyasada karmaşa yaşandığı dönemlerde portföyün bir kısmının en azından değerini koruyabilen bir varlığa, altına, yatırılması gereklidir. ”

“ Kıymetli maden yatırım fonları ile ilgili düzenlemelerin amacı hane halkının yatırım fonları katılma belgeleri yoluyla, altına yatırım yapabilmeleri için bir alternatif yaratmaktır.” ”

engeller nedeniyle yatırımcılar açısından caydırıcı olmaktadır.

Altına dayalı borsa yatırım fonu ve altına dayalı yatırım fonları sayesinde işçilik maliyeti, sigorta, saklama gibi hususlar devreden çıkmakta ve altına düşük maliyetle, doğrudan ve kolaylıkla yatırım yapma imkânı sağlanmaktadır. Bu sayede kurumsal yatırımcılar açısından portföy risk dağılım imkanları genişlemiş ve ürün çeşitliliği artmıştır.

Türk insanı altını ağırlıklı olarak Cumhuriyet altını ve takı formunda tasarruf etmeyi tercih etmekte olup incelendiğinde, Türkiye gibi altını geleneksel bir yatırım aracı olarak gören ve dünya altın talebinde önemli bir yere sahip ülkelerin halklarının da eğilimi bu yöndedir (Hindistan, Orta Doğu ülkeleri gibi). Ancak, son yıllarda, gelişmiş piyasalarda fiziki altına yatırım yerine altının getirisini bire bir yansıtan ve borsalardan hisse senedi olarak kolaylıkla alınıp satılmasına imkân sağlayan altına dayalı borsa yatırım fonları popüler olmaya başlamıştır. 2006 yılında ülkemizde altına yatırım yapmak isteyen kurumsal ve bireysel yatırımcılar için kolay ve hızlı alım satım işlemlerini temsil eden

“Altına Dayalı Borsa Yatırım Fonu” kurulmuş olup altına dayalı fon sayesinde yatırımcılar tarafından altın, hisse senedi formunda İMKB'nin açık olduğu gün ve saatlerde alınıp satılabilmektedir. Fona konu olan altınların alım satım işlemleri İstanbul Altın Borsası'nda yapılmakta ve altınlar, Borsa kasasında saklanmaktadır.

Yatırım Fonları

Türk ekonomisine önemli bir katma değer ve istihdam kaynağı yaratan Türk kuyumculuk sektörüne olan katkılarının yanı sıra, kısa sürede yakaladığı işlem hacmiyle Türk finans sisteminde ve uluslararası altın piyasalarında yerini alan İstanbul Altın Borsası, hızla gelişerek 1996 yılında altına dayalı yatırım araçları kapsamına altın yatırım fonlarının dahil edilmesine katkıda bulunmuş olup yine Borsamız tarafından gerçekleştirilen bir çalışmayla kıymetli madenlere ve altına dayalı yatırım fonlarının “Altın Fonu” ve “Kıymetli Madenler Fonu” olarak düzenlenmesi öngörülmüş ve hazırlanan Tebliğ, 31 Ocak 2002 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

Kıymetli maden yatırım fonları ile ilgili düzenlemelerin amacı hane halkının yatırım fonları katılma belgeleri yoluyla, altına yatırım yapabilmeleri için bir alternatif yaratmaktır. Altına ve kıymetli madenlere dayalı yatırım fonları vasıtasıyla, fonların portföylerinde bulunan uluslararası standartta külçe altın ve altına dayalı diğer yatırım araçları yoluyla altının getirisinden faydalanmak mümkün olurken, altının saklanması gibi risklerin de bertaraf edilmesi sağlanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun “Yatı-

rım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde “Fon portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar “Kıymetli Madenler Fonu”, ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ile altına dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar “Altın Fonu” olarak tanımlanmıştır.

Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre saklayıcı kuruluşlar içerisinde İstanbul Altın Borsası da dahil edilmiş olup fon portföyünde bulunan kıymetli madenlerin İstanbul Altın Borsası'nda saklanması zorunlu tutulmuştur. Ayrıca, yatırım fonlarının İstanbul Altın Borsası Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası'nda, fon portföyünün % 25'i tutarındaki kıymetli madenleri ödünç verebilmelerine veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilmelerine imkan tanınmış; buna ek olarak ödünç alacaklarını temsil etmek üzere çıkarılan sertifikaları aynı oranda portföylerine alabilmeleri ve portföylerinde bulunan sertifikaları piyasada satarak portföyden çıkarabilmeleri de sağlanmıştır. Bu son Tebliğ ile fon portföyünün riske karşı korunması için döviz, kıymetli madenler ve sermaye piyasası araçlarına dayalı futures, opsiyon ve forward sözleşmelerinin portföye dahil edilmesine olanak verilmiştir.

İAB'de işlem gören fonlar

| Fon Sayısı | |
|--------------------------------------|-------|
| Borsa Yatırım Fonu | 1 |
| Yatırım Fonu | 13 |
| Yatırım Ortaklığı | 1 |
| Saklamada tutulan altın miktarı (kg) | 1.815 |

ALTIN BORSASI

Yatırım fonları portföylerinde altın ve diğer kıymetli madenler portföyü bulundurabilirler. Özel olarak "Altın" veya Diğer Kıymetli Madenler Fonu" kurulması mümkündür.

Borsa yatırım fonunu takiben İstanbul Altın Borsası üyesi olan bankalar tarafından altına dayalı yatırım fonları kurulmuş olup, katılma belgelerinin alım ve satımı Banka şubelerinde yapılmaktadır. Ayrıca bazı İMKB aracı kuruluşları tarafından da altına dayalı yatırım fonları kurulmuştur.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun borsa yatırım fonları, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarına ilişkin ilgili tebliğleri uyarınca fon işlemlerine ve yatırım ortaklıklarına ilişkin kıymetli madenlerin saklanması İstanbul Altın Borsası tarafından yapılmaktadır.

2. Borsa Aracı Kuruluşları ile alım satım yapma imkânı

Yatırımcıların alım ya da satım emirlerini Borsa'nın üyeleri olan kurumlara iletmeleri, üyelerin de yatırımcılardan aldıkları emirleri Borsaya iletmeleri gerekir. İstanbul Altın Borsası'nın toplam üye sayısı 63 olup bunların 20'si banka, 23'ü yetkili müessese, 15'i kıymetli maden aracı kurumu, 5 tanesi de kıymetli maden üretim ve pazarlaması faaliyeti içinde bulunan kuruluştur. Dolayısıyla işlenmemiş külçe altın, gümüş ve platin almak ya da elindeki bu tür varlıkları satmak isteyen yatırımcıların Borsamızda işlem yapmaya yetkili kılınmış aracı kuruluşlara müracaat etmeleri gerekmektedir. Üyelerimizin iletişim bilgileri, Borsamızın www.iab.gov.tr adresindeki web sitesinde yer almaktadır.

3. Saklama Hizmeti

Borsa saklama kasasında, Borsa üyelerinin yanı sıra Borsa ile saklama sözleşmesi imzalayan üçüncü şahıs ve kurumlara da belirli bir komisyon karşılığı (üç ayda bir tahsil edilmek üzere % 0.04'tür - onbinde dört) kıymetli maden saklama hizmeti verilmektedir.

4. İşlem Hacmi

Altın

| Yıllar | İthalat Hacmi (kg) | İşlem Hacmi (kg) |
|---------------|--------------------|------------------|
| 1995 | 65.250 | 79.281 |
| 1996 | 135.960 | 173.960 |
| 1997 | 185.882 | 291.488 |
| 1998 | 156.890 | 439.280 |
| 1999 | 107.340 | 491.474 |
| 2000 | 205.300 | 429.170 |
| 2001 | 103.485 | 144.742 |
| 2002 | 128.905 | 143.062 |
| 2003 | 213.642 | 237.375 |
| 2004 | 250.930 | 280.815 |
| 2005 | 269.489 | 328.752 |
| 2006 | 192.720 | 247.485 |
| 2007 | 230.796 | 330.214 |
| 2008* | 165.710 | 318.091 |
| Toplam | 2.302.551 | 3.753.399 |

*: 01/12/2008 tarihi itibarıyla

Gümüş

| Yıllar | İthalat Hacmi (kg) | İşlem Hacmi (kg) |
|---------------|--------------------|------------------|
| 1999 | 40.500 | 69.226 |
| 2000 | 113.420 | 187.110 |
| 2001 | 59.400 | 160.250 |
| 2002 | 139.109 | 216.739 |
| 2003 | 155.500 | 272.230 |
| 2004 | 209.500 | 318.000 |
| 2005 | 207.900 | 362.820 |
| 2006 | 107.401 | 277.416 |
| 2007 | 93.370 | 320.887 |
| 2008* | 70.208 | 348.939 |
| Toplam | 1.153.812 | 2.316.934 |

*: 01/12/2008 tarihi itibarıyla

Not: Yurt içi gümüş üretimi, son yıllarda önemli oranda artış kaydederek ithalat ihtiyacını azaltmıştır.

Akılcı çözümler üretiyoruz.

Danışmanlık, Eğitim, Yazılım

RiskActive finans ve reel sektörün Kurumsal Risk Yönetimi ve Finans Mühendisliği ihtiyaçlarına yönelik lider ürünleri ile firmalara sürdürülebilir ve yüksek kazanç sağlayan çözümler sunuyor.



RiskActive

Finans Sektörü ve Reel Sektör için çözümler

- Risk Yönetimi
- Finansal Yönetim
- Finans Mühendisliği
- Portföy Yönetimi
- Aktif Pasif Yönetimi
- Fon Derecelendirme Sistemi
- Tahmin Modelleri
- Kurum içi sistem kurulumu
- Özel çözümler

www.riskactive.com

Koşuyolu Mah. İsmail Paşa Sok.No:5

34718 KADIKÖY / İSTANBUL

Tel 0 216 327 0039/5127 Fax 0 216 327 5124

RiskActive
Danışmanlık & Eğitim



GİRİŞİM SERMAYESİ

“ Girişim sermayesi yatırımı, firmalara belli bir süre sonra çıkma beklentisiyle ortak olarak özsermaye yatırımı yapılması, yatırım yapılan firmalara finansman dışında yönetim ve ilişki desteği de sağlanması olarak tanımlanabilir. ”

ABD, İngiltere ve Kıta Avrupası'nda ortaya çıktığı 1980'li yıllardan bu yana girişim sermayesi (private equity), global finans piyasalarında kendine gittikçe büyüyen bir yer edindi. Özellikle 2000'li yılların başlarından itibaren yönetilen varlıklardaki hızlı büyüme ulusal ve uluslararası politika yapımcıların ve düzenleyicilerin de dikkatini çekti. Girişim sermayesi endüstrisi ağırlıklı olarak ABD ve İngiltere'de faaliyet gösteriyor.

Avrupa Komisyonu'nun bir raporuna göre, 1983-2005 döneminde oluşan 990 milyar Euro'luk fonun yaklaşık yüzde 75'ini bu alanda en fazla gelişmiş piyasa olan ABD piyasası oluşturdu. Aynı dönemde Avrupalı fonlar (İngiltere dahil) 350 milyar Euro'luk büyüklüğe ulaştı.

Son yıllarda Türkiye de yoğun bir şekilde girişim sermayesi fonlarının ilgi

odağı haline geldi. The Carlyle Group, Texas Pacific Group, CVC, Bedminster (Soros), Global Finance House ve Abraaj Capital gibi uluslararası bir çok girişim sermayesi fonu Türkiye'de yatırım fırsatlarını takip ediyor. Turkven ve İş Girişim Sermayesi Şirketleri de özellikle 2003 yılından itibaren oldukça aktif bulunuyorlar. Denetim ve danışmanlık firması Deloitte Türkiye'nin hazırladığı bir rapora göre, Türkiye için 1995-2007 yılları arasında yapılan tahmini yatırım 2.824 milyon dolar düzeyinde bulunuyor. Türkiye'de geçtiğimiz yıl içinde de birçok özel sermaye yatırımı gerçekleşti. Bu yatırımlara; BC Partners ve Turkven'in Migros'u satın alması, Abraaj Capital'in Acıbadem'e ortak olması, Turkven'in Mavi Jeans ve Tekin Acar Kozmetik'e ortak olması, Actera'nın New Outdoor'u satın alması, Carlyle'in TVK Gemi'ye ortak olması örnek olarak verilebilir.

Veriler, gelişmekte olan piyasalara yönelik girişim sermayesi hareketlerinin 2008 yılının ilk yarısında hızlı gelişimini sürdürdüğünü gösteriyor. Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA) istatistiklerine göre, bu piyasalara yönelik 104 fon ilk yarıda 35 milyar dolardan fazla sermaye sağladı. Bu 2007 yılının aynı dönemine göre yüzde 75'i Asya'daki piyasalara gitti. Gelişmekte olan piyasalarda 2006 yılında toplam 33 milyar dolar, 2007'de ise toplam 59 milyar dolar fon toplanmıştı.

Girişim sermayesi nedir?

Girişim sermayesi yatırımı, firmalara belli bir süre sonra çıkma beklentisiyle ortak olarak özsermaye yatırımı yapılması, yatırım yapılan firmalara finansman dışında yönetim ve ilişki desteği de sağlanması olarak tanımlanabilir.

Dünyada girişim sermayesi terminolojisi Avrupa ve ABD'de farklılaşmaktadır. Avrupa'da girişim sermayesi (private equity) üç farklı alt kategoriye sahiptir: Venture Capital (risk sermayesi), Expansion Capital (büyüme sermayesi) ve Buy-out (satınalma). Risk sermayesi, bir şirkete erken aşamada yapılan yatırımı anlatır. Genç, girişimci şirketler hedeflenir. Büyüme sermayesi daha ileri aşamalarda, karlı bir şirkete yapılan yatırımdır. ABD'de ise risk sermayesi ve büyüme sermayesi için Venture Capital, satınalma için Private Equity terimi kullanılmaktadır.

European Private Equity&Venture Capital Association (EVCA) verilerine göre, 2007 yılında Avrupa'da sağlanan 79 milyar euroluk fonun yüzde 76'sı satınalmalar, yüzde 13.1'i ise risk ve büyüme sermayesi yoluyla sağlandı.

Girişim sermayesi yatırımlarında fonların kaynağı genellikle, alım gücü yüksek yatırımcılar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve bankalardır. Bunlar, yatırım yapılan fonla-

“ Girişim sermayesinin kurumsal spektrumun hem erken hem de olgun aşamasında değişimi desteklemedeki başarısı, bir ülkenin ekonomik başarısı için önemli katkı sağlamaktadır. ”

rı yönetmezler. Ancak onların adına yapılan yatırımların kalitesini düzenli olarak değerlendirirler. Bu kişi ve kuruluşlar, fonlarını yüksek getirili yatırımlar yapmaları için deneyimli yatırım yönetimi şirketlerine verirler. Girişim sermayesi yatırımcısı, yüksek büyüme potansiyeline sahip şirketlere yatırım yapmayı ve bu şirketlerde;

- Bir büyüme stratejisinin mümkün kılınmasını,
 - Şirketin profesyonelleştirilmesini,
 - Stratejik ve politika konularında yönetime sürekli bir destek sunulmasını,
 - Kurumsal gelişmeye ilişkin daha geniş bir perspektif ortaya konulmasını,
 - Yönetim uzmanlığını,
 - Fırsatlar/bağlantılar ağı oluşturmayı,
- hedefler.

Bu yüzden de girişim sermayesi yatırımcısı yatırım yapacağı şirketlerde aşağıdakileri arar:

- Sektör ve geçmişte girişim deneyimi ve şirkete büyütecek yeteneği olan iyi bir yönetim takımı,
- Yatırımın pazar büyüklüğü ve büyüme potansiyelinin doğru bir şekilde hesap edilebilmesi,
- Şirketin iç işleyişinin stratejik ve mali planlama, kurumsal yönetim ve raporlamaya ilişkin iyi ve güçlü potansiyel gösterebilmesi.

Girişim sermayesi; özel sermayeyi yatırımcılardan başka yerlere kanallandırmak için fonksiyonu, bireysel yatırım riskini portföy odaklı fon yapılarına dönüştürme ve fonları potansiyel olarak en üretken kullanım alanlarına dağıtarak, sermaye piyasasında önemli bir rol oynamaktadır. Girişim sermayesinin kurumsal spektrumun hem erken hem de olgun aşamasında değişimi desteklemedeki başarısı, bir ülkenin ekonomik başarısı için önemli katkı sağlamaktadır.

Türkiye'de girişim sermayesi düzenlemesi

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2003 yılında yayımladığı Seri:IV, No:15 "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (GSYO), kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelen ve Kanunda 'risk sermayesi yatırım ortaklığı' olarak ifade edilen ortaklık olarak tanımlanmıştır. Girişim şirketi, Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketleri ifade etmektedir.

Tebliğe göre, girişim şirketlerinin, sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaçlamaları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gereklidir.

GSYOlar, girişim şirketlerine ortak olabilir ve girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alabilirler. Ortaklıklar, diğer GSYOların ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına da tebliğde yer alan madde kapsamında yatırım yapabilirler.



Murat Özgen
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Genel Müdür

“ Girişim sermayesi, şirketlerin büyüme ve rekabet yeteneklerini geliştirebilmelerini mümkün kılan alternatif finansman yöntemlerinden biri olup yüksek büyüme potansiyeline sahip sektörlerde, rekabet avantajına sahip şirketlerin sermaye ihtiyaçlarını karşılayarak, gelişimleri süresince desteklemeyi amaçlar. ”

İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ

1. Girişim sermayesini kısaca tanımlar mısınız?

Girişim sermayesi, şirketlerin büyüme ve rekabet yeteneklerini geliştirebilmelerini mümkün kılan alternatif finansman yöntemlerinden biri olup yüksek büyüme potansiyeline sahip sektörlerde, rekabet avantajına sahip şirketlerin sermaye ihtiyaçlarını karşılayarak, gelişimleri süresince desteklemeyi amaçlar. Girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yaptıkları şirketlerle ortaklıkları belirli bir süre devam eder ve girişim sermayesi şirketleri yatırım yaptıkları şirketlerin değerlerini maksimize etme amaçlarına paralel olarak, ortaklık sürecinin sonunda yaptıkları yatırımlardaki paylarını çeşitli yöntemlerle satarak çıkarlar. Bu yöntemler arasında halka arz, ticari satış (finansal veya stratejik alıcıya satış) veya mevcut pay sahiplerine geri satış yer almaktadır.

2. Girişim sermayesi yatırımları nasıl planlanıyor? Yatırım yapılacak şirkette hangi kriterler aranıyor?

İş Girişim Sermayesi olarak yatırım yapacağımız şirketlerde aradığımız kriterler arasında öncelikli olarak,

yüksek fakat gerçekçi büyüme beklentisi; operasyonel karlılık; sürdürülebilir rekabet gücü ve farklılaşma yaratabilecek iş modeli ile yatırımdan farklı çıkış olanaklarının varlığı yer almaktadır. Fakat bizim için en önemli kriter, yatırım yapacağımız şirketlerin güçlü, deneyimli, yaratıcı, hızlı karar alabilen ve dürüst yönetim ekiplerine sahip olmasıdır.

3. Girişim Sermayesi şirketleri ortak olduğu şirketlere finansal yapının güçlendirilmesi dışında ne tür destekler sağlar?

İş Girişim Sermayesi, yatırım yaptığı şirketlere finansal destek haricinde önemli katma değer sağlamakta ve şirket için değer yaratacak stratejileri, şirket yönetimi ile beraber belirlemektedir. Bu stratejiler çok çeşitli şekiller alabilmektedir. İş Girişim Sermayesi'nin hedefi, ortak olduğu Türk şirketlerinin sadece Türkiye'de değil, coğrafi odaktan kaynaklanan risklerin bertaraf edilmesi amacıyla uluslararası pazarlarda da rekabet etmelerini sağlamaktır. Ortak olduğu şirketlere rekabet avantajı yaratmak amacıyla organik olarak veya Türkiye'de sektörlerdeki parçalı ya-

pının sunduğu konsolidasyon fırsatlarından yararlanarak yeni şirketler satın alarak büyümelerine, operasyonel verimliliklerini artırmalarını sağlamalarına, şirketin stratejik olarak yeniden yönlendirilmesine (karlı ürün gruplarına odaklanma veya yeni pazarlara açılabilme gibi stratejilerin uygulanması), en uygun sermaye yapılarını oluşturmalarına ve kurumsallaşmalarına destek vermek, İş Girişim Sermayesi'nin iştirakleri için uyguladığı değer yaratma stratejilerinin önde gelenleri arasında yer almaktadır.

4. Türkiye’de 1995 yılından bu yana yerli ve yabancı girişim sermayesi şirketlerinin yatırımları var. Şirket olarak şu ana kadar hangi şirketlere, ne kadar yatırım yaptınız?

İş Girişim Sermayesi 2000 yılında kurulmuş ve 2004 yılında halka açılmıştır. İş Girişim Sermayesi İş Bankası'nın dolaylı bir iştiraki olup, Türkiye'nin en büyük yerli girişim sermayesi şirketi olarak kurulmuştur. Bugüne kadar 11 yatırım ve 4 başarılı çıkış gerçekleştirmiş, yatırım yaptığı 11 şirkete 60,9 milyon ABD\$ tutarında kaynak aktarmıştır. İş Girişim Sermayesi, yapılmış olan yatırım ve çıkış sayısı bazında Türkiye girişim sermayesi sektörünün lideri konumundadır.

Yatırım yaptığımız şirketler ve yatırım tutarları şu şekildedir: 1. Probil (Bilişim sektörü - 3,18 milyon ABD\$), 2. ITD (Bilişim sektörü - 1,85 milyon ABD\$), 3. Cinemars (Sinema zinciri - 11,5 milyon ABD\$), 4. Nevotek (Bilişim sektörü - 3 milyon ABD\$), 5. Step (Halı ve aksesuar perakendeciliği - 3,5 milyon ABD\$), 6. Tüyap (Fuarçılık - 7 milyon ABD\$), 7. Beyaz (Filo Kiralama - 4 milyon ABD\$), 8. Ode (Yapı malzemeleri üreticisi - 5 milyon ABD\$), 9.

Ortopro (Ortopedik cerrahi malzemeleri üreticisi - 6 milyon ABD\$), 10. Türkmed (Diyaliz hizmetleri - 2,5 milyon ABD\$), 11. Dr. Frik (Jenerik ilaç - 13,36 milyon ABD\$). Aynı zamanda Cinemars, Tüyap, Beyaz ve Step'ten başarılı çıkışlar gerçekleştirdik. İş Girişim Sermayesi çıkış gerçekleştirdiği 4 şirkete toplam 26 milyon ABD\$ kaynak aktarmış, çıkışlardan ise toplam 45,7 milyon ABD\$ ile ABD\$ bazında %76 oranında getiri elde etmiştir.

5. Girişim sermayesinin son yıllarda Türkiye’de de yoğunlaştığı gözleniyor. Bu yatırımların Türkiye için öneminden bahsedebilir misiniz? Gelişme hangi koşullara bağlıdır?

Türkiye dünyanın en bakir girişim sermayesi piyasalarından biri konumundadır. 2007 yılında global girişim sermayesi yatırımları toplamı 796 milyar ABD Doları'na ulaşmışken Türkiye’de bu rakam sadece 2,25 milyar ABD Doları seviyesindedir. 2007 yılı verilerine göre, gerçekleşen toplam girişim sermayesi yatırımlarının Milli Gelir’e oranı ABD’de %3,5, Hindistan’da %1,8, Brezilya ve Çin’de %0,4 seviyesinde iken Türkiye’de %0,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2008 yılında ise Türkiye’de gerçekleşen girişim sermayesi yatırımlarının toplamı 2007’ye göre yaklaşık %70 oranında büyüyerek yaklaşık 4 milyar ABD\$’na ulaşmıştır. Diğer bir deyişle, 2008 yılında girişim sermayesi şirketleri tarafından yapılan yaklaşık 4 milyar ABD\$ seviyesindeki yatırımla Türkiye’de kurulu şirketler desteklenmiş ve dolayısıyla Türkiye ekonomisine katkıda bulunulmuştur.

Türkiye ekonomisinin büyüklüğü, geçmişteki büyüme hızı ve gelecekteki büyüme potansiyeli girişim sermayesi açısından cazip faktörlerdir. Diğer taraftan, sermaye ve uzun va-

deli borç olanaklarının kısıtlılığı, birçok sektörün parçalı yapıya sahip olması ve bunun getirdiği konsolidasyon olanakları, şirketlerin ana faaliyetlerine odaklanma ve ana iş kolu olmayan faaliyetlerini elden çıkarma eğilimleri gibi Türkiye’ye özel dinamikler girişim sermayesine duyulan ihtiyacı tetiklemektedir. Ekonominin istikrarlı büyümeyi sürdürmesi, şirketlerdeki kurumsal yönetim ile şeffaflığın geliştirilmesi ve farklı çıkış olanaklarının varlığı, girişim sermayesi sektörünün gelişmesinde önemli faktörler olacaktır.

6. Peki, bir şirket girişim sermayesinden yararlanmak için ne yapmalıdır?

Öncelikle bir iş planının hazırlanması gerekmekte olup bu çerçevede, girişimcinin pazarda tespit ettiği inandığı fırsat doğrultusunda belirlendiği hedefleri, yapılacak pazar araştırmasının ardından hazırlanacak olan iş planı ile rakamlara dökmesi, ne kadar sürede projenin hangi büyüklük ve karlılık seviyelerine ulaşacağını, bu noktaya ulaşabilmek için gerekli finansman ihtiyacını önceden belirlemesi, mevcut rekabeti doğru analiz etmesi, diğer riskleri öngörmesi ve risklerin gerçekleşmesi durumunda alınacak aksiyonları planlaması ve bu çerçevede projenin fizibilitesini gerçekçi bir şekilde değerlendirmesi gerekmektedir.

7. Global kriz ve ekonomik yavaşlama sürecinde girişim sermayesi şirketleri ne ölçüde etkileniyorlar veya nasıl etkilenmelerini bekliyorsunuz?

Global kriz sonucunda özellikle Borçlu Satınalma (“LBO”) işlemleri için kritik olan kredi bulma imkanlarının daralması neticesinde, girişim sermayesi işlemlerinin toplam büyüklüğünde ve ortalama işlem büyüklüğünde özellikle 2009 yılında daralma bekliyoruz.

TURKVEN

PRIVATE EQUITY

“ Son aylarda yaşamakta olduğumuz global likidite krizi, özellikle yurt dışı kaynaklı yatırımın ülkemize odaklanmasını yavaşlatmış veya duraklatmış olabilir. Fakat ileriye baktığımızda, Türkiye politik ve ekonomik stabilitesini koruduğu takdirde, hem yurt içi hem yurt dışı kaynaklı fonlar ülkemize gelmeye devam edecektir. ”

Yurt dışı kaynaklı girişim sermayesi fonlarının ülkemize gelişi, AB uyum sürecinin başlatılması ardından iyice ivme kazandı.

1. Girişim sermayesini kısaca tanımlar mısınız?

Girişim sermayesi kurumsal yatırımcıların uzun vadeli yatırım yaptıkları, şirketlerin büyümesine ve değer yaratılmasına odaklı bir sermaye ortaklığıdır. Turkven, Türkiye’de tamamen Türk profesyonellerden oluşan bir ekiple bağımsız bir Girişim Sermayesi fonu kurmuş ve başarıyla yönetmiş olan ilk firmadır. Hali hazırda firmanın şirket ve gayrimenkul yatırımları yapan 28 yatırım profesyoneli vardır ve 500 milyon Euro mertebesinde kaynak yönetmektedir.

2. Girişim sermayesi yatırımları nasıl planlanıyor? Yatırım yapılacak şirkette hangi kriterler aranıyor?

Yatırım stratejisi - Turkven, büyüme odaklı bir yatırımcıdır. Yatırım stratejisi, şirket hissedarlarına mümkün olan en yüksek değeri verip, daha sonra yüksek büyüme sağlamak üzerine kurulmuştur. Turkven’in ortaklığı bulunan şirketler 2003 – 2008 yılları arasında %40 civarında büyümüştür. Turkven, büyüme için gerekli sermaye ve uzun vadeli borç sağlama konu-

sunda kanıtlanmış bir tecrübeye sahiptir.

Yatırım tutarı - Turkven’in hedefi, hızlı büyümeye müsait, sektörlerinde lider konumda bulunan ve iyi yönetilen Türk şirketlerine hisse alımı veya sermaye artışı şeklinde ortak olmaktır. Turkven 10 ila 100 milyon Euro mertebesinde sermaye gerektiren yatırımlara odaklanmakla birlikte, Migros gibi bir kaç milyar Euro’luk yatırımlarla da ilgilenmektedir.

Sektörler - Sektör kısıtlaması olmakla birlikte hızlı büyümeye müsait her sektör ve şirket ilgi alanımızda. Turkven’in özellikle ilgilendiği sektörler arasında Gıda, Hizmet Sektörü, Perakende, İlaç, Yapı Malzemeleri, Ambalaj, Otomotiv Yan Sanayi gibi sektörler sayılabilir.

3. Girişim Sermayesi finansal yapının güçlendirilmesi dışında ne tür destekler sağlar ?

Turkven olarak ortak olduğumuz şirketin kurumsallaşmasına yatırım yapmak bizim için oldukça önemli. Turkven, ortak olduğu şirketlerde bilgi işlem alt yapısına yatırım yaparak, somut verilere dayalı bir yönetime zemin hazırlar. Ortak olduğumuz şirketlerin büyük çoğunlu-

ğunda Yönetim Kurulu'na sektörde duayen mertebesinde görülen yerli veya yabancı bağımsız üyeler getirmeyi de başardık. Bu sayede Yönetim Kurulu şirkete destek olmakta ve uzun vadeli strateji belirlemede çok büyük katkı sağlamaktadır. Bunlara ek olarak ortak olduğumuz şirketleri yeni satın alımlar yoluyla yurt içi veya yurt dışında büyütmeyi de şirket yönetimi ile birlikte değerlendiririz.

4. Türkiye'de 1995 yılından bu yana yerli ve yabancı girişim sermayesi şirketlerinin yatırımları var. Şirket olarak şu ana kadar hangi şirketlere, ne kadar yatırım yaptınız?

Turkven'in hali hazırda, satılmış olan UNO Ekmek ve Intercity dışında, 9 şirkette ortaklığı bulunmaktadır.

MAVİ JEANS

(Markalı Hazır Giyim)

Turkven, Ağustos 2008'de, Türkiye'nin en değerli markalarından biri olan Mavi ile ortaklık yapmıştır. Ortaklığın hedefi, Türkiye'nin gurur vesilesi olmuş bu markayı daha geniş bir koleksiyon ve satış ağı ile milyar dolarlık bir iş hacmine taşımaktır. Mavi, 27 ülkede satılmaktadır ve düzenli olarak yerli ve yabancı basın tarafından en beğenilen markalar arasında gösterilmektedir. Turkven ortaklığı ile birlikte tekstil perakende devi H&M'in İsveçli eski CEO'su Fabian Mansson şirketin Yönetim Kurulu'na danışmanlık yapmaya başlamıştır.

MİGROS (Gıda Perakende) - Turkven, Mayıs 2008'de ortakları Sayın Bülel Özyaydınlı, BC Partners ve DeA Capital ile birlikte Migros'un çoğunluk hissesini Koç Holding'ten satın almıştır. Turkven, Migros Yönetim Kurulu'nda da temsil edilmektedir. Migros'un yeni ortaklarının hedefi, şirketi yurt içi ve yurt dışında büyütme. Migros, 1.200 mağazası ile bir dünya devidir.

TEKİN ACAR

(Selektif Kozmetik Zinciri)

Turkven, Nisan 2008'de Türkiye selektif kozmetik sektörünün lider şirketi Tekin Acar'a ortak olmuştur. Tekin Acar, 50 mağazası ve 400 çalışanıyla hızlı büyümesine devam etmektedir. Hedefimiz 4 sene içinde 100 mağazaya ulaşmaktır.

PROVUS

(Ödeme Sistemleri Yönetimi)

Turkven, Kasım 2007'de Provus'a ortak olmuştur. Provus, Türkiye'de bankalara hizmet götüren en büyük ve tek bağımsız outsourcing şirkettir. Provus, aralarında İş Bankası, Akbank, Fortis, HSBC ve Avea gibi lider kurumların da bulunduğu seçkin bir müşteri kitlesine, Türkiye ve Romanya'da hizmet vermektedir. Provus'un hizmet yelpazesi içinde kredi kartı yönetimi, ATM ve POS sistemleri yönetimi, ekstre yönetimi gibi katma değerli hizmetler yer almaktadır. Provus'un tesisleri ve süreçleri VISA ve MasterCard tarafından tescil edilmiştir ve düzenli olarak denetlenmektedir.

Turkven ortaklığı sonrasında sektörünün en büyük firması olan FDI'nin Norveçli eski Avrupa İş Geliştirme Başkanı Johan Reinsli şirket Yönetim Kurulu'na danışmanlık yapmaya başlamıştır.

NGM

(Tüketim Merkezi Reklamcılığı)

Turkven, Ağustos 2008'de NGM şirketine ortak olmuştur. Şirket aralarında Akmerkez, İstinye Park, İstanbul Metrosu, Kanyon, Atatürk ve Antalya Havalimanları gibi önemli trafiğe sahip merkezlerin de bulunduğu pek çok noktada reklam hizmeti vermektedir. NGM, LED (Nişantaşı City's) ve plazma ekranlar, raketler, dış cephe panoları ve 'showcase'ler (İstinye Park) ile söz konusu tüketici merkezlerinde çok etkin bir reklam mecrası oluşturmuştur.

ROMA PLASTİK

(Mobilya Yan Sanayi)

Turkven, Ekim 2006 sonunda Roma Plastik şirketine ortak olmuştur. Roma Plastik, 50 milyon Euro ciro ve %50 ihracat yapan, mobilya sektörüne yönelik aksam üreten ve bölgesel anlamda önemli bir pazar payına sahip, başarılı bir firmadır. Şirket, sektöründe dünyada ilk beş şirket arasında yer almaktadır. Roma Plastik, Turkven liderliğinde satın almalar ve içten büyüme ile cirosunu her yıl %25 mertebesinde artırmayı planlamaktadır. Roma Plastik aynı zamanda Türkiye'nin en başarılı SAP sistem uygulamalarından birine sahiptir ve bu gücünü esneklik ve karlılığa dönüştürmüştür. Turkven ortaklığı ile birlikte sektörün en büyük firması olan Alman Surteco'nun eski CEO'su Norbert Krupp da şirketin Yönetim Kurulu'na katılmıştır.

PRONET

(Elektronik Güvenlik Hizmetleri)

Turkven'in 2006 yılında tamamladığı bir diğer yatırım ise, elektronik güvenlik sektörünün lider firması Pronet'e ortak olunması olmuştur. 10.000 aboneden 40.000'i aşan abone sayısına ulaşan Pronet alarm sektörünün lideri konumdadır. Pronet alarm sektörüne ek olarak sayısız büyük güvenlik projelerine de imza atmıştır. Topkapı Sarayı, cezaevleri ve havaalanları gibi pek çok öncelikli tesis Pronet güvenlik sistemleri tarafından korunmaktadır. Turkven ortaklığı ile birlikte sektöründe dünya lideri olarak gösterilen ADT firmasının İskoç asıllı eski Avrupa CEO'su Alex McNutt şirketin Yönetim Kurulu'na katılmıştır.

YATIRIM IV

Turkven'in dördüncü yatırımı büyük bir aile şirketinde azınlık payı alınması şeklinde gerçekleştirilmiştir. Kurucuların isteği doğrultusunda isim açıklanmamaktadır.

TRENDTECH

(Katma Değerli Telekom Hizmetleri)

2005 yılında üçüncü yatırımını tamamlayan Turkven, Trendtech'e ortak olmuştur. Tüm mobil operatörleri ile çalışan ve mobil ürünlerde en büyük çözüm ortaklarından biri olan Trendtech, yıllık 200 milyonu aşkın SMS mesaj hacmi ile sektörünün lideridir.

INTERCITY

(Filo Kiralama)

Turkven'in Türkiye'deki ikinci ortaklığı ise filo kiralama sektörünün lider kuruluşu Intercity ile gerçekleştirilmiştir. Turkven, 2004 yılında yatırımcıları IFC, DEG ve FMO'nun Intercity'e sermaye yatırımı yapması dışında kredi tahsis etmesine de önyak olmuştur. 1991 yılında kurulan Intercity, filo kiralama pazarında 25,000 aracı aşkın filosu ve %20'lik payı ile lider konumda bulunmaktadır. Turkven, Intercity hisselerini, Kasım 2008'de Mitsubishi şirketine satarak ortaklıktan ayrılmıştır.

UNO (Paketli Gıda) - Turkven'in ilk yatırımı UNO markası ile ambalajlı ekmek ve unlu mamüller sektörünün lideri olan Unmaş'ın Doğu Holding'den şirketin eski ortakları ile beraber satın alınması olmuştur. Unmaş satın alımı bu yönüyle Türkiye'nin batılı anlamdaki ilk 'buy-out' yatırımı olmuştur. Turkish Private Equity Fund'ın ortakları, Ağustos 2006'da UNO'daki hisselerini satmak suretiyle yatırım sürecini başarıyla tamamlamışlardır. UNO'nun cirosu yatırım sürecinde üçe katlanmış (ABD\$15 -> 45 milyon), fonun ortakları olan kurumsal yatırımcılar da aynı oranda getiri sağlamışlardır.

5. Girişim sermayesinin son yıllarda Türkiye'de de yoğunlaştığı gözleniyor. Bu yatırımların Türkiye için öneminden bahsedermisiniz? Gelişme hangi koşullara bağlıdır?

Bu trende sadece Türkiye'de değil, birçok 'gelişmekte olan' ülke piyasasında da rastlamak mümkün. Türkiye kapsamında ise, özellikle

“Girişim sermayesi şirketlere getirdiği finansman dışında, kurumsal yönetim ve operasyonel verimlilik açısından da yapılandırarak ekonominin gelişmesine katkıda bulunur.”

yurt dışı kaynaklı girişim sermayesi fonlarının ülkemize gelişi, AB uyum sürecinin başlatılması ardından iyice ivme kazandı. Bu tip politik stabilize sinyallerinin yanı sıra, hızla büyüyen ekonomi ve Türk kredi piyasasının borçlu satın alma yöntemine elverişli olması Türkiye'ye ciddi bir girişim sermayesi akışına sebep oldu. Son aylarda yaşamakta olduğumuz global likidite krizi, özellikle yurt dışı kaynaklı yatırımın ülkemize odaklanmasını yavaşlatmış veya duraklatmış olabilir. Fakat ileriye baktığımızda, Türkiye politik ve ekonomik stabilitesini koruduğu takdirde, hem yurt içi hem yurt dışı kaynaklı fonlar ülkemize gelmeye devam edecektir. Bunun Türkiye için önemi büyüktür, çünkü şirkete sermaye yatırımı yapılması şirketin büyümesi için de yatırım yapılmasını doğuracağı gibi Türk şirketlerinin operasyonel anlamda da verimliliklerinin artmasını sağlayacaktır. Girişim sermayesi şirketlere getirdiği finansman dışında, kurumsal yönetim ve operasyonel verimlilik açısından da yapılandırarak ekonominin gelişmesine katkıda bulunur.

Turkven, son 12 ayda beş yatırım gerçekleştirmiş ve Türkiye'ye 2 milyar Euro mertebesinde uzun vadeli yatırım kazandırmıştır. Her yıl 3-4 yatırım yapmak suretiyle Türk ekonomisine yabancı sermaye kazanıma devam etmeyi planlıyoruz.

6. Bir şirket girişim sermayesinden yararlanmak için ne yapmalıdır?

Şirketlerin, "nasıl olur da bir girişim sermayesi şirketinin ilgisini çekeriz" diye düşünüp, bu şekilde hareket etmesi doğal bir operasyon modeli değil. Turkven olarak bizim yatırım yapmak istediğimiz şirketler, büyüme potansiyeli gördüğümüz ve yönetimiyle birebir ilişki kurup ortaklık edebileceğimiz şirketlerdir. İlk etapta yönetimin güvenilir ve işinin ehli olması, geçmiş performansı ile yetkinliklerini kanıtlamış olması çok önemlidir.

Bununla beraber, söz konusu şirketin yasal ve vergisel yükümlülüklerini yerine getiriyor olması, piyasadaki itibarı, altyapı yeterliliği, bulunduğu sektörün regülasyon yapısı, rakiplerine kıyasla konumu ve pazar payı gibi birçok konu da önemlidir. Turkven'in ortağı olduğu şirketler, sektörlerinde liderliği tartışılmayan ve sektörlerini yaptıkları yenilikler ve yönetim kaliteleriyle değiştiren şirketler olmaya devam edecektir.

7. Global kriz ve ekonomik yavaşlama sürecinde girişim sermayesi şirketleri ne ölçüde etkileniyorlar veya nasıl etkilenmelerini bekliyorsunuz?

Mevcut global likidite krizinin Turkven'in mevcut ve gelecek yatırımları üzerinde etkisi yoktur. Turkven'in yönettiği fonlar aralarında IFC (Dünya Bankası), DEG (Alman Kalkınma Bankası), FMO (Hollanda Kalkınma Bankası), EIB (Avrupa Yatırım Bankası) gibi toplam varlıkları 1.000 milyar Euro'yu aşan, sadece yabancı kurumsal yatırımcılardan temin edilmiştir. Söz konusu kaynaklar 10 yıllık (2017 yılına kadar) ömre sahip olan sermaye yatırımları olduğundan 1-2 yıllık likidite krizine karşı korunaklıdır. Bunun yanında Turkven'in yönettiği fonlar hayli dağınık (çeşitlendirilmiş) bir yatırımcı profiline sahiptir ve fona iştirak eden en büyük yatırımcının bile payı %10'un altındadır. Bu da dalgalanmaların önemli bir etki yaratmasını engellemektedir.



Dr. Ahmet Erelçin
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.
Yönetim Kurulu Başkan Vekili



1. Girişim sermayesini kısaca tanımlar mısınız?

Girişim sermayesini tanımlamadan önce genellikle birbiriyle karıştırılan iki terime açıklık getirmek istiyorum.

Bunlardan ilki yeni fikirleri olan girişimcilere veya yeni kurulmuş veya kurulmakta olan teknoloji ağırlıklı şirketlere yatırım yapan "risk sermayesi" (venture capital), ikincisi ise daha ileri aşamadaki şirketlere büyüme sermayesi (growth capital), veya satın alma (buy-out) şeklinde yatırım yapan "girişim sermayesi" (private equity) şirketleridir.

"Özel Sermaye Fonu" ismiyle de bahsedebileceğimiz "Girişim Sermayesi" firmaları, büyüme potansiyeli olan veya kapasitesinin altında performans gösteren şirketlere yatırım yapan, yatırım yaptıkları şirketlere yönetim, finansman ve ilişki desteği vererek şirket değerini artırmayı ve daha sonra şirketteki hisselerini karlı bir şekilde satarak kazanç elde etmeyi hedefleyen finansal kuruluştur.

2. Girişim sermayesi yatırımları nasıl planlanıyor? Yatırım yapılacak şirkette hangi kriterler aranıyor?

Girişim sermayesi fonlarının öncelikli kriterleri arasında yatırım yapılacak şirketin belli büyüklüğe ulaşmış olması, organik olarak ve/veya satın almalarla güçlü bir büyüme potansiyeline sahip olması, yüksek ve sürdürülebilir faaliyet karlılıkları ile çalışması, deneyimi olan, güvenilir ve kabiliyetli bir yönetim ile birlikte şeffaf muhasebe ve raporlama sistemine sahip olmasını sayabiliriz.

Tüm bunların yanında, finansman sıkıntısından dolayı yukarıdaki kriterlere ulaşılmasını sağlayacak projelerini gerçekleştiremeyen şirketler de Girişim Sermayesi şirketlerinin hedefleri arasında yer almaktadırlar. Bu tarz şirketlerde de, Girişim Sermayesi'nin sağlayacağı finansman desteği ile önemli boyutta değer yaratılabilir.

Yatırım yapılacak şirketin faaliyet gösterdiği sektörün de konsolidas-

“Girişim sermayesi yatırımlarının Türkiye'ye en önemli katkısı banka borcu, halka arz veya benzeri sermaye piyasaları araçları ile gerekli finansman kaynağının sağlanamadığı veya bu kaynakların uygun şartlarla temin edilemediği gelecek vaat eden şirketlere sermaye aktarmasıdır.”

yon fırsatları sunması ve yüksek giriş engellerine sahip olması gibi kriterler de girişim sermayesi şirketleri tarafından dikkat edilen hususlardır.

3. Türkiye’de 1995 yılından bu yana yerli ve yabancı girişim sermayesi şirketlerinin yatırımları var. Siz şu ana kadar hangi şirketlere, ne kadar yatırım yaptınız?

HSBC Portföy olarak Türkiye’de yatırım yapmak isteyen HSBC Global Principal Investments işkoluna uygun yatırım fırsatlarının belirlenmesi için yatırım danışmanlığı hizmeti veriyoruz. Ağustos 2008’de oluşturduğumuz uzman ekibimizle şirket ve sektör araştırmalarımıza devam ediyoruz. Ancak şu ana kadar kesinleşmiş bir yatırım olmadı.

4. Girişim sermayesinin son yıllarda Türkiye’de de yoğunlaştığı gözleniyor. Bu yatırımların Türkiye için öneminden bahsedermisiniz? Gelişme hangi koşullara bağlıdır?

Sizin de belirttiğiniz gibi çok yoğun olmamakla birlikte Türkiye’de girişim sermayesi yatırımları 90’ların ikinci yarısından itibaren başlamıştır.

Son yıllarda ise Türkiye yoğun bir şekilde girişim sermayesi fonlarının ilgisini çekmektedir. The Carlyle Group, Texas Pacific Group, Advent International, KKR, BC Partners, CVCI, Abraaj Capital gibi uluslararası bir çok Özel Sermaye Fonu’nun Türkiye’de yatırımı bulunmaktadır. Ayrıca, Actera, Turkven ve İş Girişim gibi Türk özel sermaye fonları da bugüne dek çok sayıda yatırım gerçekleştirmiştir.

Girişim sermayesi yatırımlarının Türkiye’ye en önemli katkısı banka borcu, halka arz veya benzeri sermaye piyasaları araçları ile gerekli finansman kaynağının sağlanamadığı veya bu kaynakların uygun şartlarla temin edilemediği gelecek vaat eden şirketlere sermaye aktarmasıdır.

Yine Türkiye’de sıkça karşılaşılan bir sorun, şirketlerin uzun vadeli stratejik yatırımlarını nispeten kısa vadeli banka borçları ile finanse etmeleridir. Bu durum, bölgesel ya da global oyuncu olmayı amaçlayan Türk şirketlerinin büyümelerini engellemektedir. Girişim sermayesinin bu darboğazı aşmada Türk şirketlerine önemli katkı sağlayacağını düşünüyorum.

Sermaye desteklerinin yanı sıra, Girişim Sermayesi şirketleri değişik sektörlerden ve şirketlerden elde ettikleri bilgi birikimi ve tecrübelerini de yatırım yaptıkları şirketlere aktararak destek olurlar. Ayrıca, şirketlere kurumsallaşma ve kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını da olumlu katkıları vardır.

Daha önce de belirttiğimiz gibi son yıllarda önemli ölçüde artan girişim sermayesi ilgisinin devam etmesi öncelikle makroekonomik istikrara bağlıdır. Bunun yanında, uluslararası ekonomik gelişmeler de Türkiye’ye olan girişim sermayesi yatırımlarını etkileyecektir.

5. Peki, bir şirket girişim sermayesinden yararlanmak için ne yapmalıdır?

Girişim Sermayesi firmaları ilgilendikleri şirketleri aşama aşama değerlendirirler. Ön inceleme süreci sonunda olumlu düşündükleri şirketlerle görüşmelere devam eder ve detaylı incelemelerini yaparlar. Bu safhanın sonunda, projeden sorumlu girişim sermayesi ekibinin olumlu görüşü devam ederse, proje yatırım komitesinin onayına sunulur. Takdir ederseniz ki bu süreç oldukça zaman alıcı ve seçici davranılan bir süreçtir. Bu yüzden ön inceleme yapılan şirketlerin çok az bir kısmı ile teklif aşamasına gelinir.

Dolayısıyla girişim sermayesinden yararlanmak isteyen şirketlerin,

kendilerini ve projelerini detaylı ve anlaşılır bir şekilde sunmaları çok önemlidir. Girişim sermayesi fonları, şirketleri incelerken şirketin içinde bulunduğu sektör, şirket operasyonları, üretim tesisleri ve teknolojsi, ürünler, müşteriler, tedarikçiler ve şirketin finansal durumu gibi birçok noktayı araştırırlar. Tüm bunların yanında, girişim sermayesi fonlarını yatırım yapacakları bir şirketin geçmiş ve mevcut durumundan daha çok gelecekteki durumu ilgilendirmektedir. Bu yüzden girişim sermayesinden yararlanmak isteyen şirketlerin en az beş yıllık net ve ayrıntılı bir iş planına sahip olması son derece önemlidir.

6. Global kriz ve ekonomik yavaşlama sürecinde girişim sermayesi şirketleri ne ölçüde etkileniyorlar veya nasıl etkilenmelerini bekliyorsunuz?

Yaşananlar tabii ki herkes için olumsuz bir durum. Bizim sektörümüzde de özellikle finansal kaldıraçtan yararlanarak satın alma stratejisi izleyen yatırımcılar, kredi piyasalarındaki sıkışıklıktan dolayı yatırımlarında bir yavaşlama ve küçülme dönemine gireceklerdir.

Dış kaynakların daralacağı bu dönemde; ağırlıklı olarak özsermayeleri ile yatırım yapmak zorunda kalacak girişim sermayesi fonları, hedef şirket seçiminde daha seçici olacakları gibi getiri beklentilerini de yükselteceklerdir.

Öte yandan, girişim sermayesi yatırımcıları işte bu kriz ortamında şirketlere ciddi avantajlar sağlayacaktır. Finansal piyasalara erişimin zorlaştığı bu dönemde; Türk girişimcisini ve şirketlerini yeni sermaye ile destekleyerek, uzun vadeli yatırımlarını hayata geçirmelerini sağlama ve adil bir ortaklık yapısı altında onlarla birlikte büyüme fırsatı sunacaklardır.

KRİZ VE ÇIKIŞ YOLLARI

Türkiye krize yeni yeni giriyor. Eğer tarım ve hizmetlerde bir mucize olmamışsa, sanayi üretimi indeksindeki düşüş bize üçüncü çeyrek büyümesinin eksi çıkacağını söylüyor.

Bugün geldiğimiz aşamada küresel kriz üretim, tüketim ve finans alanlarında ortaya çıkan sıkıntılar nedeniyle birbirini besleyen bir kısır döngü halini almış bulunuyor. ABD’de ortaya çıkan subprime mortgage krizinin ileriki aşamalarında finans sektöründeki kuruluşlar önce birbirlerine, sonra da reel kesime ve tüketicilere olan kredileri kesmeye başladılar. Ekonomide zaten kötüye giden gelişime bu karmaşanın da eklenmesiyle tüketiciler harcamalarını azaltmaya ve gelecek korkusuyla tasarrufa yönelmeye başladılar. Tüketim harcamalarının kısılması talebin düşmesine, talebin düşmesi üretimin düşmesine yol açtı. Üretimin düştüğü bir ortamdan yatırımlar da nasibi aldı ve yatırımlarla birlikte istihdam da düştü. Çalışanların bir bölümünün işlerinden çıkarılması talebin de düşmesine ve ekonomik faaliyetlerin bir daraltıcı kısır döngüye girmesine neden oldu. Çalışan yani ücret alan sayısı azaldıkça tüketim yani talep daha fazla düşmeye yöneldi.

Talep azaldıkça üretim ve yatırım, üretim ve yatırım azaldıkça istihdam, istihdam azaldıkça talep azalır oldu. Yani tam anlamıyla bir kısır döngü içine girildi.

Krizden çıkış için ilk adımları İngiltere attı. Uzun süre Hazine Bakanlığı ve IMF’in uluslararası para ve maliye komitesi (IMFC) başkanlığını yürütmüş olan Başbakan Gordon Brown hiç tereddüt etmeden gerekli kurtarma paketlerini yürürlüğe sokarak bankalara devlet desteği verdi. Bu adım, Lehman Brothers’in batmasına biraz da şaşkınlık nedeniyle izin vermiş olan ABD’nin de gerekli cesareti toplayarak aynı yolda yürümesini sağladı. ABD kötüye gidişi durdurabilmek için para politikası önlemlerini devreye soktu. FED, piyasaya likidite enjekte etmenin yanı sıra faizleri düşürerek ekonomiyi canlandırmaya çalıştı. Bu yeterli olmayınca bu kez maliye politikası araçları devreye sokuldu. Önce banka ve diğer mali sektör kuruluşlarına devlet desteği verildi, ardından tüketicilere yönelik destek paketleri açıklandı. ABD şimdilerde



Dr. Mahfi EĞİLMEZ

“ Türkiye’nin şu anki durumu ABD’nin krize giriş görünümünden farklı bir durumu yansıtıyor. Bizde finans sektörü nispeten iyi, reel sektör ise kötü durumda olduğu için maliye politikası önlemlerinin öncelikle reel sektöre yönelmesi daha uygun olacak. ”

“ Reel sektörün döviz üzerinden varlık ve yükümlülüklerine Haziran 2008 tarihi itibariyle bakarsak yaklaşık 86 milyar dolarlık döviz varlıklarına karşılık 167 milyar dolarlık yükümlülükleri olduğunu görüyoruz. Bu da bize reel sektörün yaklaşık olarak 81.5 milyar dolarlık bir açık pozisyon taşıdığını gösteriyor. 2005 yılında açık pozisyon miktarının 26.5 milyar dolar olduğunu göz önüne alırsak reel sektörün son birkaç yılda açık pozisyona ne kadar yüklendiğini görebiliriz.”

otomotiv sektörü başta olmak üzere reel sektöre destek vermeye hazırlanıyor. Otomotiv sektörünün en başta yer almasının nedeni de yukarıdaki kısır döngü. Yani insanlar kriz döneminde, gelecek endişesi başta olmak üzere, çeşitli nedenlerle tasarruflarını artırıp tüketim harcamalarını kısıyor. Kısılan tüketim kalemleri içinde önceliği dayanıklı tüketim malları denilen otomobil, beyaz eşya, kahverengi eşya gibi kalemler alıyor. Amerikalılar genel olarak üç yılda bir arabalarını yenileme alışkanlığındadır. Üç yıl kullandığı arabayı götürüp peşin ödemeye saydırır, kalan kısmı borçlanıp taksitle yeni araba alır. Kriz ortamında bütün bu alımlar erteleniyor. Sonuçta otomotiv sektörü yeterince araba satamaz hale geliyor, kredi verenler yeni kredi açamıyor ve sistem çökmeye başlıyor. O nedenle ABD'nin çıkış için otomotiv sektörünü kurtarması ve ilave işten çıkarılmaları önlemesi çok önemli. Son olarak Citibank'a verilen 20 milyar dolarlık sermaye katkısı da dahil edilince ABD Hazinesi'nin Amerikan bankalarına sermaye koyarak yaptığı katkılar toplamı 358 milyar dolara ulaş-

tı. İngiltere, sorunlu bankalarına 96.5 milyar dolar, Avrupa Birliği ülkeleri de 134 milyar dolarlık sermaye koydular. Bunlara ek olarak çeşitli sorunlu kredilerin üstlenilmesi, mevduat garantileri ve diğer garantiler hesaba katılırsa yüz milyarlarca dolar değerinde devlet desteği miktarlarına ulaşıyor. Bu hafta başında (zaman tanımlaması problem yaratabilir, çünkü bu yazı 1.5 ay sonra yayınlanacak) yalnızca Citibank'a gibi toksik kağıtlardan kaynaklanan borçlar için verilen garanti tutarı 306 milyar doları buluyor.

ABD, AB ülkeleri ve Japonya, kendi sorunlarını kendileri çözmeye çalışıyorlar. Bu çabalar kurtarma paketleri açıklanmasının yanı sıra ekonomi politikası uygulamalarında yapılan değişikliklerle de yürütülüyor. Bu konuda da Gordon Brown'ın İngilteresi öteki gelişmiş ülkelerin hepsine önderlik edecek bir uygulama çizgisi çiziyor. Gordon Brown yukarıda değindiğim birikim ve deneyimle tereddütsüz adımlar atarak KDV oranlarında indirim gitti ve otomobil sektörünün vergi yükünü hafifleterek canlandırıcı bir maliye politikasını uygulamaya koydu. Böylelikle ülkesinin yetiştirdiği en önemli iktisatçılardan birisi olan Keynes'in deflasyondan çıkış formülünü uygulamaya başlamış oldu. ABD ile birlikte bu finansal krizden en önce ve en fazla etkilenen ülkelerin başında gelen İngiltere eğer bu adımlara devam ederse krizden çıkışta en ön sırada yer alabilir.

Gelişmiş dünyanın dışında kalan ülkeler ise IMF'nin şemsiyesi altında krizden çıkmaya çalışıyorlar. IMF, Gürcistan'la (750 milyon dolar) başladığı kurtarma ope-



rasyonlarına Ukrayna (16.4 milyar dolar), İzlanda (2.1 milyar dolar), Macaristan (15.7 milyar dolar) ve Pakistan (7.6 milyar dolar) ile devam etti. Macaristan ayrıca AB fonlarından 8.4 milyar dolar ve Dünya Bankası'ndan 1.3 milyar dolar alıyor. Böylece Macaristan'a yönelik destek paketinin toplamı 25 milyar doları buluyor. Gürcistan'ın kotası 222 milyon dolar. Buna göre IMF, Gürcistan'a kotasının 3.5 katı tutarında bir destek vermiş oluyor. Ukrayna'nın kotası yaklaşık 2 milyar dolar. Buna göre IMF, Ukrayna'ya kotasının 8 katından daha yüksek miktarda bir destek sağlamış oluyor. İzlanda'nın kotası 173 milyon dolar. IMF'nin İzlanda'ya verdiği destek kotasının 12 katı. Macaristan'ın kotası yaklaşık 1.5 milyar dolar. IMF'nin desteği Macaristan'ın kotasının 10.5 katı kadar tutuyor. Pakistan'ın kotası kabaca 1.5 milyar dolar. IMF'den sağladığı destek kotasının 5 katı dolayında bulunuyor.

Türkiye'nin IMF'deki kotası 1,765 milyon dolar. IMF'nin bu kriz nedeniyle oransal olarak verdiği en yüksek destek, kotasının 12 katına ulaşan miktarla, İzlanda'ya yöneltilmiş bulunuyor. Türkiye'nin de bu oranda destek alması söz konusu olsa alacağı miktar 21.2 milyar dolar eder. Türkiye'nin alacağı destek miktarının 20 milyar dolar dolayında tahmin edilmesi bu ilişkiden kaynaklanıyor.

Türkiye'nin zamanında niçin IMF ile programa devam etmediği sorusunun yanıtı hala tam olarak bilinmiyor. Buna karşılık hükümetin krizi ve Türkiye'ye olası etkilerini göremediğini düşünmek doğru bir yaklaşım gibi görünüyor. Hükümetin uzun süre krizi ciddiye almadığını düşünürsek bu yaklaşımın haklılığı ortaya çıkıyor. Bugün artık bir çok şey gibi bu anlayış da tersine dönmüş durumda. Hükümet krizin bizi etkilemeyeceğini ve IMF'ye ihtiyaç ol-

“ Türkiye krize yeni yeni giriyor. Eğer tarım ve hizmetlerde bir mucize olmamışsa, sanayi üretimi indeksindeki düşüş bize üçüncü çeyrek büyümesinin eksi çıkacağını söylüyor. ”

mayacağı söylemini bir kenara bırakmış IMF ile ortak bir çıkış yolu arıyor.

Türkiye krize yeni yeni giriyor. Eğer tarım ve hizmetlerde bir mucize olmamışsa, sanayi üretimi indeksindeki düşüş bize üçüncü çeyrek büyümesinin eksi çıkacağını söylüyor. Sanayide son çeyrekte daha da kötüye gitmekte olan bir gidişi henüz sayılara dökemsek de seziyoruz. Bu durumda yılın son çeyreğinde oldukça önemli bir küçülme yaşanacağını söylememiz mümkün. Bu yılın ortalama büyüme oranının yüzde 2'yi geçmesi zor görünüyor. O halde bu krize gidişten en az hasarla çıkmak için bizim de para ve maliye politikası önlemlerine başvurmamız şart. Bu çerçevede bir yandan faizleri düşürürken bir yandan da maliye politikası önlemlerini devreye sokmak gerekiyor. Türkiye'nin şu anki durumu ABD'nin krize giriş görünümünden farklı bir durumu yansıtıyor. Bizde finans sektörü nispeten iyi, reel sektör ise kötü durumda olduğu için maliye politikası önlemlerinin öncelikle reel sektöre yönelmesi daha uygun olacak. Kanımca doğal gaz zammının geri alınması bunun için doğru bir başlangıç olabilir. Buna ek olarak bazı vergilerde indirimlere gidilebilir. Bu maliyeti devlet bir süre için üstlene-

bilir. Bütçeyi sağlam tutmak bir tabu olmaktan çıkarılmalıdır. Çünkü bütçeyi sağlam tutalım derken ekonominin geri kalanını çökertmenin bir anlamı yoktur. Kaldı ki açığı büyümüş bir bütçeyi yeniden toparlamak, ekonominin bütünü yeniden toparlamaktan daha kolaydır.

Ağustos 2008 itibariyle reel sektörde yer alan Türk şirketleri 186 milyar YTL'si yurt içinden, 115 milyar YTL'si de yurt dışından olmak üzere toplam 301 milyar YTL'ye ulaşan kredi borcu içinde bulunuyorlar. Yurt içi kredi borçlarının 128 milyar TL'lik bölümü TL, 57 milyar YTL'lik bölümü de (49 milyar dolar ediyor) yabancı para cinsinden. Yurt dışından kullanılan kredilerin 48 milyar TL'si Türkiye'de kurulu bankaların yurt dışı şubelerine, 67 milyar TL'lik (57 milyar dolar) bölümü ise yurt dışı bankalara olan kredi borçlarından oluşuyor.

Reel sektörün döviz üzerinden varlık ve yükümlülüklerine Haziran 2008 tarihi itibariyle bakarsak yaklaşık 86 milyar dolarlık döviz varlıklarına karşılık 167 milyar dolarlık yükümlülükleri olduğunu görüyoruz. Bu da bize reel sektörün yaklaşık olarak 81.5 milyar dolarlık bir açık pozisyon taşıdığını gösteriyor. 2005 yılında açık pozisyon miktarının 26.5 milyar dolar olduğunu göz önüne alırsak reel sektörün son birkaç yılda açık pozisyona ne kadar yüklendiğini görebiliriz.

2001 yılındaki kriz bir kamu kesimi krizi idi. Her ne kadar bankacılık krizi gibi görünse de altında kamu kesiminin borçlanma ihtiyacı yatıyordu. Bu sefer sorunun kaynağı farklı. Bu sefer özel kesimin borçları ve küçülen bir ekonomide bunların nasıl çevrilebileceği sorun oluşturuyor. O nedenle para ve maliye politikasının reel sektörün krizden fazla etkilenmemesi için hızla devreye sokulması gerekiyor.



Tülin Tora Göğüş
Finans Portföy A.Ş.
Portföy Yönetimi Müdürü

“ Sentez Fonlar, yurtdışında “fund of funds” olarak tanımlanan, Türkiye’deki karşılığı ise “Fon Sepeti” olan ve piyasada yer alan farklı kurumların Türkiye’de yerleşik fonlara yatırım yapan bu türdeki ilk ve tek fonlardır. ”

FİNANS PORTFÖY A.Ş.

SENTEZ FON SEPETİ FONLARI

Finans Portföy A.Ş. hakkında bilgi verir misiniz?

Finans Portföy A.Ş. 2000 yılında kurulmuştur. Kuruluşundan bugüne yenilikçi ürünleri, güçlü yönetimi ile Türk Sermaye piyasalarında lider bir rol üstlenmeyi hedeflemiştir. Finans Portföy A.Ş. hali hazırda dört adet A Tipi, dokuz adet B Tipi Yatırım Fonu, iki adet Fon Sepeti Fonu, beş adet Borsa Yatırım Fonu, üç adet Korunmalı Fon, beş adet Emeklilik Fonu, bir kapalı uçlu fon yönetmektedir. Ayrıca bireysel portföy yönetimi alanında da hizmet vermektedir. Finans Portföy A.Ş. nin yönetmekte olduğu toplam miktar kuruluşundan bugüne hızla yükselmiş, 2001 yılında 220 milyon TL olan toplam büyüklüğümüz 2008 yılında 1.2 milyar TL’ye ulaşmıştır.

Sentez Fon Sepeti Fonları nedir?

Sentez Fon Sepeti Fonları, Sentez Hisse ve Sentez Bono olmak üzere iki farklı fon olarak Ocak 2008 tarihinde halka arz edilmiştir. Sentez Fonlar, yurtdışında “fund of funds” olarak tanımlanan, Türkiye’deki karşılığı ise “Fon Sepeti” olan ve piyasada yer alan farklı kurumların Türkiye’de yerleşik fonlara yatırım yapan bu türdeki ilk ve tek fonlardır.

Sentez Hisse Fon, A Tipi yatırım fonlarına ve borsa yatırım fonlarına yatırım

yaparak IMKB’nin getirisine ortak olmayı amaçlar. Bu fon A Tipi yatırım fonlarından bir sepet yapmak isteyen ve hisse senetlerinin içerdiği riski minimize etmeyi hedefleyen yatırımcılar için uygundur.

Sentez Bono Fon ise stratejisi gereği ağırlıklı olarak sabit getirili menkul kıymetlerden oluşan yatırım fonu ve borsa yatırım fonlarına yatırım yapar. Sentez Bono Fon, sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan fonlardan bir sepet oluşturmak isteyen ve vade riskini minimize etmeyi amaçlayan yatırımcılar için uygundur.

Sentez Fon Sepeti Fonları yönetim sürecini anlatır mısınız?

Sentez Fonların yatırım felsefesinde tutarlı ve ayrıntılı bir yaklaşım izlemek, yatırım dünyasındaki profesyonellerin bilgi ve becerilerinden faydalanmak, yönetim süreci içinde yer alan riskleri kontrol etmek, farklı ürün ve ihtiyaçlar karşısında esnek olmak ve yatırımcılara yüksek getirinin devamlılığını sağlamak yer almaktadır.

Yönetim süreci üç temel basamaktan oluşmaktadır. Bunlardan ilki araştırma aşamasıdır. Öncelikli olarak stratejiyi belirlemek amacıyla ekonomik faaliyetler, piyasalar (hisse senedi/ sabit getiri) ve oranlar (faiz/döviz) dikkate alınarak

makroekonomik analiz yapılır. İçinde bulunduğumuz ekonomik dönem belirlenerek piyasa üzerinde getiri sağlayacak yatırım stratejisi belirlenir. Makro analiz süreci şüphesiz ki devam eden bir süreçtir. Makro analizin yanı sıra analist, yatırımcı ilişkileri, şirket yetkilileri ve yatırım komitesi toplantıları ile oluşturulan görüşler sürekli revize edilir ve gelişmeler değerlendirilir.

Yönetim sürecinin ikinci basamağı fon seçimidir. Oluşturulan stratejiye uygun fonlar kıstas getiri, geçmiş getiri, getiri hedefi, risk hedefi, varlık dağılımı, risk limitleri, fon-pozisyon limitleri ve likidite gibi kriterler dikkate alınarak seçilir. Bu süreç dahilinde ilgili fonların yöneticileri ile görüşmeler yapılır ve fon yöneticilerinin yönetim akışları, piyasa görüşleri ve pozisyonları hakkında net bir fikir sahibi olmak amacıyla bu ilişkinin sürdürülmesi esas alınır.

Bu süreçte özellikle belirtilmesi gereken bir husus da geçmiş getirilerin değerlendirilmesi konusudur. Bu noktada izlediğimiz yöntem, geçmişteki getirileri azalan ve artan piyasa hareketlerine göre zaman aralıklarına ayırmak ve dönemlere göre iyi performans göstermiş fonları ayrı ayrı tespit etmek şeklindedir. İyi performans kadar önemli bir diğer kriter ise bu performansın devamlılığıdır. Getiri değerlendirmesinin riskten arındırılmış getiri üzerinden yapıldığını belirtmekte de fayda vardır. Bir fonun getiri kaynağının strateji gereği oluşturulan varlık dağılımı sonucu mu yoksa alınan fazla risk sonucu mu elde edildiği veya portföy yöneticisinin sistematik risk dışına çıkararak portföye ne kadar değer yarattığı önemlidir. Yüksek getiri alınan risk ile orantılı şekilde gerçekleşmelidir. Bu nedenle riskten arındırılmış getiri önemli bir kriterdir.

Bu süreçteki son aşama ise gözlem ve kontroldür. Fonun yönetim stratejisi değişen piyasa şartları ışığında sürekli olarak gözden geçirilir. Bir fonun Fon Sepetindeki ağırlığı %10 ile sınır-

“ Sentez Fonların yatırım felsefesinde tutarlı ve ayrıntılı bir yaklaşım izlemek, yatırım dünyasındaki profesyonellerin bilgi ve becerilerinden faydalanmak, yönetim süreci içinde yer alan riskleri kontrol etmek, farklı ürün ve ihtiyaçlar karşısında esnek olmak ve yatırımcılara yüksek getirinin devamlılığını sağlamak yer almaktadır.”

lıdır. Bir kuruma ait fonların toplam ağırlığı konusunda ise herhangi bir sınırlama yoktur. Fon sepetinde yer alan fonların performansları sürekli takip edilir ve üç ay üstüste kendi kıstas getirisinin altında bir getiri sağlarsa fon sepetinin portföyünden çıkarılır.

Neden Sentez Fon Sepeti Fonları?

Çoklu Yönetim; Sentez Fonlar farklı kurumların en iyi performans gösteren fonlarını ve alanlarında uzman portföy yöneticilerinin seçimlerini tek bir çatı altında yatırımcılara sunar.

Zaman Tasarrufu; yatırımcıların birçok farklı kurumun fonlarını inceleyip seçerken ve seçtikleri her farklı kurumun fonlarını almak için o kurumlar da hesap açmak gibi işlemler sırasında yaşadıkları zaman kaybını ortadan kaldırır.

Risk Dağılımı; yatırımların dağılımını sağlayarak risk ve dağılım konusunda yatırımcılara maksimum yarar sağlar.

Alım-satım kolaylığı; tek bir işlemle belirlenen stratejiye uygun birden fazla fonun getirisine aynı anda ortak olma imkanı sunar.

Finansbank A.Ş. Sentez A Tipi Fon Sepeti Fonu

Yatırım Enstrümanları

A Tipi Yatırım Fonları, Borsa Yatırım Fonları, Ters Repo

Bant Aralığı

%80-100 A Tipi Yatırım Fonları ve Borsa Yatırım Fonları %0-20 Ters Repo

Asgari İşlem Birimi

100 Pay

Yönetim Ücreti (Yıllık)

%1.46

İşlem Saati

9:30 - 13:00

Satılabilir Büyüklük

50,000,000 YTL

Toplam Fon Büyüklüğü*

2,602,991

*19.12.2008

Finansbank A.Ş. Sentez B Tipi Fon Sepeti Fonu

Yatırım Enstrümanları

B Tipi Yatırım Fonları, Borsa Yatırım Fonları, Ters Repo

Bant Aralığı

%80-100 A Tipi Yatırım Fonları ve Borsa Yatırım Fonları %0-20 Ters Repo

Asgari İşlem Birimi

100 Pay

Yönetim Ücreti (Yıllık)

%1.46

İşlem Saati

9:30 - 13:00

Satılabilir Büyüklük

50,000,000 YTL

Toplam Fon Büyüklüğü*

3,803,101

*19.12.2008



S. Atagün KILIÇ
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.
Müdür Yardımcısı

“ Temel hedefimiz, orta-uzun vadeli hazine bonusu ve devlet tahvili getirilerinden maksimum ölçüde yararlanılmasıdır. Tasarrufları enflasyonun aşındırıcı etkisinden koruyarak yüksek bir reel getiri sağlamaya, gelecekte düzenli ve sürekli gelir akımlarını yaratmaya çalışmaktayız. ”

AK PORTFÖY A.Ş.

Avivasa Emeklilik ve Hayat Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu

Ak Portföy Yönetimi A.Ş. hakkında bilgi verebilir misiniz ?

Şirketimiz, 17 adet Akbank, 1 adet Ak Yatırım, 19 adet AvivaSA Emeklilik yatırım fonu ve Ak Yatırım Ortaklığı olmak üzere toplam dört farklı kurucuya ait 38 adet portföyün, portföy yönetimi hizmetini sağlamaktadır. Ak Portföy Yönetimi olarak, büyük bireysel ve büyük kurumsal yatırımcılara, kendi beklenti ve risk profillerine uygun portföy yönetim hizmeti de vermekteyiz. Toplam yönettiğimiz portföy büyüklüğü, Aralık 2008 sonu itibarıyla yaklaşık 5 milyar TL düzeyine ulaşmıştır.

Ak Portföy Yönetimi, Türkiye yatırım fonu sektöründe yönetilen portföy büyüklüğü bazında dördüncü büyük şirkettir. Ak Portföy Yönetimi'nde yönetmekte olduğumuz yatırım fonu portföylerinin toplam büyüklüğü Aralık 2008 sonu itibarıyla 3,3 milyar TL seviyesinde olup, söz konusu alanda pazar payımız yaklaşık %14 tür.

Ak Portföy Yönetimi, Türkiye emeklilik yatırım fonu sektöründe yönetilen portföy büyüklüğü bazında birinci sırada yer almaktadır. Yönet-

mekte olduğumuz emeklilik yatırım fonu portföylerinin toplam büyüklüğü Aralık 2008 sonu itibarıyla 1,4 milyar TL seviyesine ulaşmış olup, pazar payımız ise yaklaşık %23 seviyesine çıkmıştır.

Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kamu Borçlanma Fonu ve yönetim süreci hakkında bilgi verebilir misiniz ?

Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kamu Borçlanma Fonu, 15.12.2003 tarihinde halka arz edilmiştir. 31.12.2008 itibarıyla yaklaşık 63.000 kişi planları aracılığı ile tercih etmiştir. Yaklaşık 240 milyon TL yönetilen portföy büyüklüğüne sahiptir. Fonumuzun karşılaştırmalı hedefleri ; fonda %90 oranında hazine bonusu / devlet tahvili (TKYD Tüm Bono Endeksi), %9 oranında brüt ters repodan (TKYD On Repo Brüt Endeksi) ve %1 oranında TL cinsi mevduattan oluşan bir portföyün getirisini hedef alıyor ve bunun üstünde bir getiriye amaçlıyoruz.

Fon portföyünde, ağırlıklı olarak Hazine tarafından ihraç edilen TL cinsi iç borçlanma enstrümanlarına

yatırım yapıyoruz. Fon portföyünün minimum %80'lik kısmını, ters repo dahil devlet iç borçlanma araçlarına yönlendiriyoruz. Temel hedefimiz, orta-uzun vadeli hazine bonosu ve devlet tahvili getirilerinden maksimum ölçüde yararlanılmasıdır. Tasarrufları enflasyonun aşındırıcı etkisinden koruyarak yüksek bir reel getiri sağlamaya, gelecekte düzenli ve sürekli gelir akımlarını yaratmaya çalışmaktayız.

Fon portföyünün, küçük bir kısmıyla da nakit eşdeğeri enstrümanlara yatırım yapıyoruz. Ters repo, kısa vadeli mevduat gibi nakit eşdeğeri yatırım araçlarına yönlendirilen kısım, fon katılım payı geri dönüşlerinin karşılanmasında ve piyasalarda oluşacak fırsatların değerlendirilebilmesi noktasında imkan sağlamaktadır.

Fon yatırımlarında hedeflenen katma değer, ortalama fon vadesinin aktif yönetimi, getiri eğrisinde doğru pozisyon noktasının saptanması, sektör tercih ve beklentilerinin analizi ve varlık seçimi ile sağlanmaktadır. Bu süreçte, makro ekonomik dengeleri, faiz oranlarını ve parasal arz ve talebi analiz ederek karar alıyoruz. Portföy Yönetimi süreçleri, şirketimizdeki risk yönetimi birimine ayrıca desteklenmektedir.

Fon sizce hangi yatırımcılar için uygun bir yatırım enstrümanıdır?

Bilindiği üzere emeklilik fonları, sektörün en uzun vadeli yatırım araçları olarak kabul edilen fonlardır. Emeklilik fonlarının temel amacı, tasarrufların enflasyonun aşındırıcı etkisinden korunarak yüksek bir reel getiri sağlanması, gelecekte düzenli ve sürekli gelir akımlarının yaratılmasıdır. Yatırım stratejisi ve risk yapısı dikkate alındığında, fonun orta – uzun vadeli bakış açısıyla ılımlı düzeyde faiz riski alabilen,

TL cinsi yatırım yaparak reel faiz elde etmeye çalışan yatırımcılara uygun olduğunu söylemek mümkündür. Yatırım planları çerçevesinde likit fonlar ile hisseli fonlar arasında orta - ılımlı riske sahip olduğunu söyleyebiliriz.

Avivasa Emeklilik ve Hayat A.Ş. Kamu Borçlanma Fonunun önceki yıllardaki getirisi nedir?

Fonumuzun kuruluşu olarak kabul edilebilecek 31/12/2003 tarihinden 31/12/2008 tarihine kadar kümülatif getirisi net % 133.41 olup, son bir yıllık getirisi % 16.30, son iki yıllık getirisi % 37.82, son üç yıllık getirisi % 55.79 olmuştur. Özellikle 2007 sonu ve 2008 yılında yaşanan çok büyük volatilitelere karşın fon, performans kriterlerine karşı başarı sağlamış, hedeflenen getirisinin üstünde yatırımcılarına kazanç sağlamıştır.

Önümüzdeki döneme ilişkin piyasalar konusunda beklentiniz nedir?

2009 yılında genel olarak dünyada uygulanan düşük faiz politikasına ve Merkez Bankası'nın buna bağlı olarak faiz indirimlerine devam edeceği beklentisiyle, bono faizlerindeki düşüşün devam etmesini bekliyoruz. Dünyada uygulanan gevşek para politikaları ve gerileyen talep, enflasyon ve reel faiz beklentilerini aşağı çekmektedir. ABD'de yeni başkan Obama'nın koltuğu devralmasıyla atacağı adımlar ve olası yeni kurtarma planları seneye olumlu başlama-mıza neden olabilir. Emtia fiyatlarındaki seyrin, faizlerin düşüş süreci hakkında önemli bir öncü gösterge olacağını düşünüyoruz. Buna ek olarak, Ocak ayı içerisinde açıklanması beklenen stand-by anlaşmasına ilişkin beklentiler, para piyasalarını olumlu etkilemeye devam ede-

cektir. Merkez Bankası'nın likidite yönetiminde proaktif davranacağına vurgu yapması, piyasalara olan güveni tazelemiştir. Finansal sektördeki sağlam duruşa rağmen, reel ekonomide yılın ilk çeyreğinde negatif datanın gelmeye devam edebileceği olasılığı gözönünde bulundurulmalıdır. Ayrıca, 2009'un sonuna doğru artan para arzı ile beraber, dünyada enflasyonun tekrar canlanması ve buna paralel, para politikalarının ve risk algılamasının değişmesi olasılığı da unutulmamalıdır.

Her ne kadar olumlu beklentiler daha fazla olsa da, piyasalarda görülen dalgalanmaların devam edeceğini düşünüyoruz. Piyasalardaki bu dalgalanmalar, biz ve diğer fon yöneticileri için önümüzdeki günlerde bir çok fırsat yaratacaktır.

Avivasa Emeklilik ve Hayat Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu 31 Aralık 2008

Tipi

Kamu İç Borçlanma (TL)

Kurucu

Avivasa Emeklilik ve Hayat

Halka Arz Tarihi

15/12/2003

Fon Büyüklüğü/KBSS (TL)

3793

Katılımcı Belgesi Sahibi Sayısı

62,865

Fon Büyüklüğü (TL)

238.453.980

Dolaşımdaki Pay Sayısı

9,557,708,671

Not: Veriler 29.09.2008 tarihi itibarıyla.



Ali Gürsoy
RiskTürk - Risk Yazılım Teknolojileri



Burak Saltoğlu
Boğaziçi Üniversitesi

Portföy Yönetimi Şirketlerinde Risk Ölçme ve Yönetimi

Özet

Bu çalışmada Portföy Yönetimi Şirketlerinde son zamanlarda yaygın olarak kullanılan risk ölçüm yöntemlerinden Relative Var (Görelî Riske Maruz Değer) tanıtılıp konvansiyonel risk ölçme yöntemi olan Takip Hatası (Tracking Error) ile karşılaştırılacaktır. Hipotetik bir hisse fonu üzerinden bu risk ölçüm değerlerinin sonuçları değerlendirilecek ve kullanım alanları tartışılacaktır.

1. Giriş

Risk yönetimi özellikle kredi krizi sonrası tekrar öne çıkan bir alan olmuştur. Bu çerçevede, konvansiyonel bankacılık risk sistemlerinin değişik şekillerde geliştirilip güçlendirilmesi önerilmektedir. Örneğin, normal risk sistemlerinde ölçülmeyen sistematik riskin ölçülmesine yönelik bazı çalışmalar devam etmektedir. Ayrıca, yine firmaların kendi aralarında yaptığı işlemlerden kaynaklanan kredi riskinin ölçümüne yönelik çalışmalar da sürmektedir. Bu gelişmeler sonrası, portföy yönetimi sistemlerinin risk ölçüm yöntemleri de belirli değişiklikler yaşayabilir. Ancak, öncelikle portföy yönetimi şirketlerinde görece yeni uygulamaya geçen 'Görelî Riske Maruz Değer' (GRMD), diğer alternatif olan Takip Hatası'na (Tracking Error) önemli bir alternatif oluşturmaktadır. Bu çalışmada, öncelikle bu yeni yöntemleri kısaca tanıtip modern portföy yönetimi risk sistemlerinin çalışma mekanizmasını bir hipotetik portföy üzerinden uygulamaya çalışacağız. Kredi krizinin bu sistemleri de ne yönde değiştirebileceğine kısaca değineceğiz.

Sharpe Rasyosu, portföyün elde edilen getirisi ile bu getiri elde edilirken alınan riskin kıyaslandığı rasyodur. Baz aldığı referans oran risksiz faiz oranıdır.

1.1 Risk Ölçümü

Geçmişte, risk yöneticileri farklı finansal enstrümanlar için farklı risk ölçüm modelleri kullanmışlardır. Türev ürünleri için delta, gamma ve vega gibi ölçütler, hisse senetleri için beta ve alpha gibi ölçütler ve sabit getirili menkul kıymetler için ise durasyon ve konveksite gibi ölçütler geniş bir kesim tarafından risk ölçümlerinde ana istatistikler olarak kullanılmıştır.

Ancak içinde hem hisse, hem türev ürün hem bono olan portföylerin riskliliği için 1994 yılında JP Morgan tarafından geliştirilen Value at Risk (RMD) ölçütü kullanılmaya başlamıştır. Bu bağlamda portföyün gelecekte alabileceği muhtemel değerlerin, yani maruz kalınacak risklerin belirlenmesinde kullanılan yöntemlerin başında Riske Maruz Değer (Value-at-Risk) gelmektedir. Riske Maruz Değer yöntemi, belirlenen bir zaman döneminde, belirli bir olasılıkla bir portföyün piyasa değerinde meydana gelebilecek maksimum kaybı öngörür. Somut olarak, RMD, bir portföyün bir gün sonra %1 olasılıkla ne kadar kayıp oluşturacağını değerlendiren bir ölçüttür. Bu ölçüt bankacılık kesiminde 'mutlak risk' ölçüsü olarak önemli bir kullanım alanı yakalamıştır. Ancak, portföy yönetimi şirketlerinde durum gerek ölçüm gerek kullanım olarak farklıdır. Örneğin, portföy yönetim şirketlerinde standart sapma, takip hatası, sharpe rasyosu¹, enformasyon rasyosu² gibi geçmişe dönük (ex-post) sonuçlar üreten ölçütler kullanılmıştır ve hala da geniş bir kitle tarafından kullanılmaktadır. Bu gibi ölçümler portföyün tarihsel performansını ölçmek için yeterli olsada, ileriye dönük (ex-ante) sonuçlar üretmekten uzaktırlar.

2000'li yıllardan itibaren RMD mantığı portföy yönetimi şirketlerinde de kullanılmaya başlanılmıştır. Bunun da

Enformasyon Rasyosu, portföyün aktif getirisi ile bu getiri elde edilirken benchmarka göre alınan relatif riskin kıyaslandığı orandır. Baz aldığı referans oran benchmark getirisidir

ilerisi, her ne kadar örnekleri ülkemizde çok az da olsa, portföy yöneticileri ve kurumsal yatırımcılar portföylerinin maruz kaldığı riskleri mutlak (Absolute) bazda ölçmelerinin yanında ve Görelî bazda da ölçülmesidir. Görelî riskin ölçümünü de ex-post ve ex-ante olarak ayırırsak, kullanılan ölçütler Takip Hatası (T.E.) ve Görelî Riske Maruz Değer (RVaR) dir. Bu tip görelî ölçütler bir benchmark indeksin varlığı söz konusu ise hesaplanabilmektedir. Bu endeksler ülke, para kodu veya sektör gibi değişik bazlarda oluşturulabilmektedir. Ülkemizde ise hisse senetleri için İMKB, hazine bonoları için ise KYD endeksleri sıkça kullanılmaktadır.

Bu yazımızın temel amacı bu iki istatistiğin birbirinden farklılıkları, varsa benzerliklerini gerçek örneklerle ortaya koymak ve karar verme mekanizmalarında (özellikle risk limitleri koyma) bunların hangisini ve nasıl kullanılabileceğini açıklamaktır.

2. Portföy Yönetiminde Risk Ölçümü Takip Hatası (Tracking Error)

Görelî getirinin volatilitesini ölçen Takip Hatası, görelî getiri riskini ölçmek için kullanılan anahtar istatistiklerin başında gelmektedir. Portföy getirisinin kullanılan benchmarktan ne kadar farklılaştığını gösteren bu ölçüt, portföyün almış olduğu riskin de bir ölçütüdür.

Yatırım döngüsünde, aktif portföy riskini ölçmek, risk limitleri koymak ve risk bütçelemesi yapmak için hesaplanan bir istatistik olan Takip Hatası

portföy getirisinin benchmark portföyden farkına verilen isim olmakla beraber bu farkın standart sapması olarak da hesaplanabilmektedir. Bazen bu fark 'aktif risk' olarak da adlandırılmaktadır. Takip hatası aktif portföy riskinin ölçülmesi, risk limitlerinin konulması ve risk bütçelemesi yapılması için yatırım prosesine dahil edilen bir istatistiktir. Literatürde takip hatası iki farklı şekilde hesaplanmaktadır;

Bunlar;

$$\bullet T.H. = R_P - R_B$$

R_P : Portföy Getirisi,

R_B : Benchmark Getirisi
veya

$$T.H. = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (R_P - R_B)^2}{N-1}}$$

• İkinci yöntem daha çok kullanılmakta olup uzun veri serilerinde çok daha fazla açıklayıcı özelliğe sahiptir. Analiz yapılan zaman serisinin uzunluğu, ikinci yöntemin daha sağlıklı analizler üretmesi anlamına gelmektedir. Portföy getirisi ve benchmark getirisi arasındaki spread'in dalgalanması veya dalgalanmaması portföyün ileriki zaman periyodu için tahmin yapılmasına imkan sağlar.

Portföyün takip hatasını etkileyen başlıca faktörler aşağıda sıralanmıştır.

- Portföy ve benchmarkta bulunan ortak enstrümanların sayısı,
- Portföy ve benchmarkta bulunan enstrümanların farklı ağırlıkları,

$$1 \text{ Sharpe Rasyosu} = \frac{(R_P - R_F)}{\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (R_P - \bar{R}_P)^2}{N-1}}}$$

$$2 \text{ Enformasyon Rasyosu} = \frac{(R_P - R_B)}{\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (R_P - \bar{R}_B)^2}{N-1}}}$$

- Portföyü etkileyen ancak benchmarkı etkilemeyen yönetim ve işletme maliyetleri,
- Zaman içinde portföy ve benchmarka dahil olan enstrümanların ağırlıklarının değiştirilmesi,
- Benchmarkın volatilitesi,
- Portföyün betası,

Yüksek takip hatası portföyün benchmarkı takip etmediğinin işareti olduğu kadar, düşük takip hatası da portföyün benchmarkı yakından takip ettiğini gösterir. Bundan dolayıdır ki takip hatası yatırımcılar için portföyün aktif veya pasifliğinin bir ölçütüdür. Aktif olarak yönetilen portföylerde beklenen getiri benchmarkın getirisinden daha yüksektir, daha yüksek getiri elde etmek için de fazladan risk alınması gerekliliği açıktır ve bu durumda da yatırımcının objektif fonksiyonu takip hatasının maksimize edilmesi yönünde olacaktır. Öte yandan pasif olarak yönetilen portföylerde ise istenen takip hatasının küçük olmasıdır ve yatırımcının objektif fonksiyonu takip hatasının minimize edilmesi olacaktır.

Takip Hatası her ne kadar hesaplanması kolay, üst yönetime ve yatırımcı kitlesine anlatılması kolay ve kısmi açıklayıcı özelliği olan bir istatistik olsa bile, tek başına kullanılması bazı kısıtlayıcı yanlarını ön plana çıkarmaktadır. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz;

- Takip hatası getirilerin normal olarak dağıldığını kabul eder. Ancak varlık dağılımlarının bir çoğunu normal olarak dağılmadığı bilinen bir gerçektir. Bundan dolayıdır ki Takip Hatasını kullanmak yanlış sonuçlara ulaşılmasını sağlayabilir.

- Takip Hatası portföyün mevcut risk seviyesine nasıl ulaşıldığı konusunda bir bilgi içermez. Portföy dağılımının veya varlık seçiminin etkileri hususunda sonuç üretmeyen bir istatistiktir.

- Getirilerin pozitif veya negatif olmaları Takip Hatasında önem ar-

zetmediği için, getiri dağılımı sadece simetrik olduğunda bir anlam taşımaktadır. Lineer olmayan bir finansal ürün portföye dahil edildiğinde, dağılımın çarpıklığı artacağından, Takip Hatası benchmark getirisi ve portföy getirisi arasında oluşabilecek büyük miktardaki getiri farkının yönü hakkında bir bilgi taşımayacaktır. Bundan dolayı sürekli olarak benchmarkın üzerinde getiri elde eden bir portföy yöneticisi ile benchmarkın altında getiri elde eden portföy yöneticisi arasında Takip Hatası açısından bir fark olmayabilecektir.

- Öte yandan, portföyün geçmiş tarihlerdeki içeriğini göz ardı etmediği için, Takip Hatası, yukarıda bahsedilen özellikleri göz önünde bulundurulmak şartı ile, performans ölçütü olarak da kullanılabilir.

- Hızlı değişen piyasa şartlarında, Takip Hatası çok yavaş olarak kendini güncellediği için bir risk ölçütü olarak tek başına kullanılmasının büyük sakıncaları vardır.

- Eğer portföy index portföy olarak yönetiliyorsa, Takip Hatasının belli bir seviye altında kalması istenecektir. Bu da piyasa şartları değiştiği sürece portföy içeriğinin dinamik olarak benchmarka göre tekrar ayarlanması manasına gelmektedir. Sonuç olarak portföy yöneticisinin portföy güncelleme sıklığı ve alım-satım maliyetleri arasında makul bir denge gözetmesi gerekliliğini gündeme getirmektedir.

3. Portföy Yönetimi Risk Ölçümünde Yeni Yöntemler : Görelî Riske Maruz Değer (Relative Var)

Son 10 yıl içerisindeki zaman diliminde Riske Maruz Değer tekniğinin kullanımı finans kurumları arasında çok yaygınlaşmıştır. Finans kurum ve kuruluşları rutin olarak RMD tekniklerini alım-satım portföylerinde kullanmakla birlikte, reel sektör firmaları da risk yönetimi konusunda RMD tekniklerini kullan-

maya başlamışlardır. Bunlara ek olarak düzenleyici ve denetleyici kurumlar da bu ölçüm tekniğine göre yeni regülasyonlar uyarlamışlardır. Örnek vermek gerekirse piyasa riski için sermaye standardı bunların başında gelmektedir. Sistemik kriz sonrası bu yöntemlere eleştiriler mevcuttur ancak önemli yeni geliştirmeler üzerine de çalışmalar yapılmaktadır.

Fon ve varlık yöneticileri, yönetimleri altındaki portföylerin mutlak riskinin ölçülmesi yanında, özellikle portföyün başka bir portföye veya benchmarka göre görelî riskinin ölçülmesi ile daha yakından ilgilidirler. Bu durumda ilgili ölçüt "Mutlak Riske Maruz Değer" olmaktan ziyade Görelî Riske Maruz Değerdir.

Kısaca Görelî Riske Maruz Değer hesaplama yöntemini anlatmak gerekirse; portföyün mutlak getirilerinin volatilitésinin hesaplanması yerine, Görelî Riske Maruz Değer'de portföyün kabul edilen benchmarka göre getirilerinin volatilitésini hesaplanır. Gerekli olan kıyasın yapılabilmesi için ise benchmark portföyün değeri baz alınan portföy değerine göre ölçeklenerek, iki portföyün piyasa değerlerinin aynı olması sağlanır. Oluşturulan benchmark pozisyonları mevcut portföye kısa pozisyon olarak eklenir. Görelî getirilerin hesaplanması için ise benchmark getirisi portföy getirisinden çıkarılır. İlgili dağılım bulunarak, riski hesaplamak için kullanılan Riske Maruz Değer modeline göre risk hesaplanır.

Görelî RMD, Mutlak RMD'nin sahip olduğu tüm üstün özelliklere sahip olmakla beraber, bunun ötesinde seçilen benchmarkı da risk hesaplamasına dahil ederek Görelî riskin ölçülmesini sağlar. Mutlak RMD'de sadece portföyün getirilerinin dağılımı RMD'yi ölçmek için kullanılırken, Görelî RMD'de portföyün ve benchmark portföyün getirilerinin farklarının dağılımı hesaplamada kullanılır.

Görelî RMD ölçümünde kullanılan dağılım, portföy ile benchmark

portföy getirilerinin farkları üzerine inşa edilen dağılımdır. Bu dağılımdan ölçülen Görelî RMD değeri seçilen güven seviyesinde benchmarka göre oluşabilecek kayıp miktarını belirler. Diğer bir deyişle Mutlak RMD seçili güven seviyesinde oluşabilecek kayıp miktarını ölçerken, Görelî RMD aynı olasılıkla benchmarkta oluşacak kayba karşı portföyde oluşabilecek muhtemel kaybı ölçer. Örneğin, Tablo 3'te de gösterildiği gibi, KYD-547, İMKB-30 ve O/N TRPO endekslerine endekslenmiş 690,692 TL piyasa değerine sahip portföyün, güven seviyesi %99 olarak belirlenmiş 1-günlük Görelî RMD değerini ele alalım. Risk ölçümüne söz konusu portföyün Görelî RMD'si RiskTürk Piyasa Riski Modülü 13,275 TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre portföyün önümüzdeki 1-gün içinde %99 olasılık ile benchmarka göre kaybedebileceği değer 13,275 TL'den fazla olmayacaktır.

Özet olarak, Takip Hatası ve Görelî Riske Maruz Değer arasındaki farklılıkları ve benzerlikleri ortaya koymak gerekirse;

- Temelde Takip Hatası ve Görelî Riske Maruz Değer aynı olduğu söylenebilir. Eğer Görelî Riske Maruz Değer ölçümü yapılırken güven seviyesi %84.13 getirilirse ve portföy ve benchmark portföy getirilerinin dağılımlarının normal olduğu biliniyorsa, Takip Hatası ve Görelî Riske Maruz Değer aynı ölçümü verecektir. Bunu en iyi biçimde Şekil 1 açıklamaktadır. Fazla getirilerin (Portföy Getirisi – Benchmark Portföy Getirisi) normal olarak dağıldığı durumlarda, Takip Hatası ve Görelî Riske Maruz Değer, ortalamanın bir standart sapma solunda kesişmektedir. Diğer bir söyleyiş ile Görelî Riske Maruz Değer aynı anda Takip Hatasının sunmakta olduğu enformasyonu da kapsamaktadır.

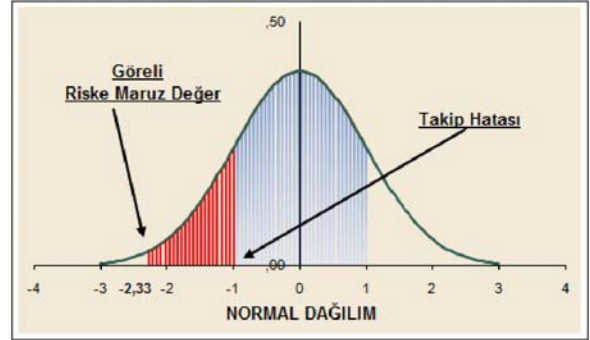
- Takip Hatası geçmişteki portföy dağılımları ve piyasa verileri ile ilgili enformasyon sunduğu için ileriye

dönük herhangi bir projeksiyonda veya risk ölçümünde kullanılması sakıncaları beraberinde getirmektedir. Görelî Riske Maruz Değer ise en güncel portföy dağılımı ve piyasa verilerini bünyesinde barındırdığı ve işlev gereği, ileri portföyün benchmarka göre kaybedebileceği muhtemel değerleri tahmin ettiği için risk ölçümlerinde ve limit koyulmalarında Takip Hatasına göre en güvenilir ölçüt olacaktır. Özellikle risk limitlemesi hususunda kullanılacak olan Görelî Riske Maruz Değer üst yönetime çok daha esnek bir hareket alanı sunarak traderların performanslarının limitlere yansıtılması konusunda çok daha rasyonel davranılmasını sağlayacaktır.

Bu açıdan bakıldığında, risk ölçümü için en uygun olanı Görelî Riske Maruz Değer olacaktır.

4. Bir Portföy Yönetimi Uygulaması

RiskTürk Piyasa Riski 4.0 kullanarak oluşturduğumuz portföyde bulunan finansal varlıkların detayları Tablo 1'de gösterilmiştir. Portföyümüzde



Şekil 1

temelde iki değişik finansal varlık; kuponlu-kuponsuz bono ve hisse senetleri bulunmaktadır.

Portföye atanmış olan benchmarklar ise;

- Hisse : İMKB 30
- Bono : KYD 547
- Repo : O/N TRPO

olmakla beraber, portföy geneline bütün bu benchmarkların birleşimi olan hibrid bir benchmark atanmıştır.

Diğer bir deyişle, kısa pozisyon olarak portföye eklenecek pozisyonlar bulunurken, belirtilen ağırlıklara göre oluşturulan hibrid benchmark kullanılmıştır. Böylece örnek portföyümüzün hem mutlak riskini, hem görelî riskini hem de takip hatasını ölçümlenip gerekli kıyaslamaları yapabilecek pozisyona gelmiş bulunmaktayız.

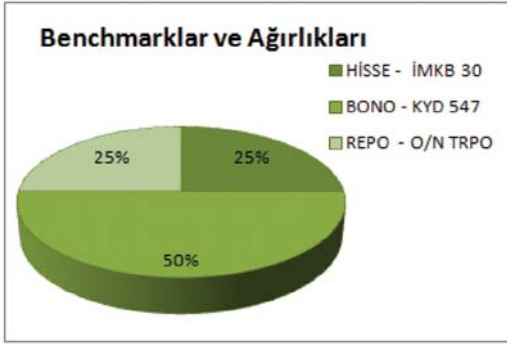
Benchmarklar seçilirken, portföydeki varlıklarla birebir örtüşmesine özen gösterilmiş olup, piyasa şartlarında bunun aksi de yapılabilmekte, portföyde karşılığı bulunmayan benchmarklar da kullanılabilenkte veya değişik finansal enstrümanları kapsayan portföylere genel bir benchmark da atanabilmektedir.

| BONO | | | | | |
|------------------------|----------------------|----------------|-------------|-------------|--------------|
| Nominal | Verim Eğrisi | Kupon Frekansı | Vade Tarihi | Kupon Oranı | İsın Code |
| 100,000 | TRL GOV | 2 | 10.02.2010 | 0.075 | TRT100210T12 |
| KUPONSUZ BONO | | | | | |
| Nominal | Vade Tarihi | İsın Code | | | |
| 100,000 | 05.08.2009 | TRT050809T16 | | | |
| 100,000 | 07.10.2009 | TRT071009T15 | | | |
| 100,000 | 13.01.2010 | TRT130110T10 | | | |
| PARA PİYASASI KONTRATI | | | | | |
| Nominal | Vade Tarihi | Faiz Oranı | Valör | | |
| -100,000 | 24.10.2008 | 0.2 | 19.10.2008 | | |
| HİSSE SENEDİ | | | | | |
| Hisse Senedi Adı | Hisse Senedi Miktarı | | | | |
| AKBİK | 10,000 | | | | |
| AYGAZ | 10,000 | | | | |
| GARAN | 10,000 | | | | |
| KCHOL | 10,000 | | | | |
| MGRS | 10,000 | | | | |
| KRDMA | 10,000 | | | | |
| SİSE | 10,000 | | | | |
| PETKM | 10,000 | | | | |
| TCELL | 10,000 | | | | |
| THYAO | 10,000 | | | | |

Tablo 1. Portföy Varlıkları

Ancak burada kullanılan örnekte Görel Riske Maruz Değerin alt kırılımlarının da bulunabilmesi için, Grafik 1'de de görüldüğü gibi Türkiye yatırım piyasalarında çok sık kullanılan benchmarklar portföye atanmıştır. Seçilen bu benchmarkların;

- Günlük olarak fiyatlanabilmesi,
 - Benchmark birleşenlerinin isimleri ve ağırlıklarının kamuya açık olması,
 - Benchmark birleşenlerine birer birer yatırım yapılabilmesi,
 - Tarihsel fiyatlarının bulunabilmesi,
 - Düşük bileşen değişim oranına sahip olması
- özelliklerine özen gösterilmiştir.



Grafik 1. Benchmarklar ve Ağırlıkları

Tablo 2'de de görülebileceği gibi portföyümüzün Takip Hatası 01.01.2008 ile 17.10.2008 tarihleri arasında %0.705 olarak gerçekleşmiştir. Hisse, Sabit Getirili Menkul Kıymet (Bono) ve Nakit olarak da ayrıştırılabilen Takip Hatasında, en büyük sapmanın hisse kısmında olduğu çok açık bir şekilde ortadadır. Diğer komponentler Hisse'nin aksine Takip Hatasında azaltıcı etki oynamışlardır. Bunu da yapılan analiz tarihleri arasındaki hisse volatilitesi ne bağlamak yanlış olmaz.

Öte yandan Tablo 3'te sunulan Görel Riske Maruz Değer sonuçlarına göre de hisse komponenti mutlak ve Görel bazda da en yüksek riski oluşturmaktadır. Bu açıdan bakıldığında Takip Hatası ve Görel Riske Maruz Değer sonuçları aynı doğrultudadır. Portföyün Görel Riske Maruz Değeri 13,275 TL olup bunu, %99 ihtimal ile önümüzdeki 1-gün içinde portföyde benchmarka göre oluşabilecek kayıp 13,275 TL'den az, diğer bir deyişle portföyde oluşabilecek kayıp % 1 ihtimal ile benchmarkta oluşacak 13,275 TL'lik kayıptan daha fazla olacaktır diye yorumlayabiliriz.

mal ile benchmarkta oluşacak 13,275 TL'lik kayıptan daha fazla olacaktır diye yorumlayabiliriz.

Portföye atanan benchmarkların hesaplanan Mutlak Riske Maruz Değerleri birer birer incelendiğinde sadece SGMK portföye göre neredeyse yarı yarıya daha az riskli olduğunu söyleyebiliriz.

Daha önce de belirttiğimiz gibi Görel Riske Maruz Değerin, Takip Hatasına göre en üstün tarafı olan risk ölçüm farkı bu noktada ortaya çıkmaktadır.

Takip Hatası 01.01.2008 ve 17.10.2008 tarihleri arasında benchmarktan sapma miktarının %0.705 olduğunu söylemektedir. Öte yandan Görel Riske Maruz Değer ise benchmarka göre oluşabilecek muhtemel kaybı ölçmekte ve bunun %99 ihtimal ile komponentine atanan KYD-547 benchmarkının SGMK portföy 13,275 TL'den daha fazla olmayacağını raporlamaktadır.

Diğer taraftan dikkat edilmesi gereken önemli bir nokta ise fazla getiri (Portföy Getirisi – Benchmark

| | Tracking Error | | | |
|---------|------------------|------------------|-------------------------|---------------------------|
| | Portfolio Weight | Benchmark Weight | Volatility Contribution | % Volatility Contribution |
| Manager | 1.00000 | 1.00000 | 0.00705 | 100.00000 |
| HİSSE | 0.66223 | 0.25000 | 0.00711 | 100.91112 |
| SGMK | 0.48242 | 0.50000 | -0.00006 | -0.90681 |
| NAKİT | -0.14465 | 0.25000 | -0.00000 | -0.00430 |

Tablo 2. Piyasa Riski Takip Hatası Ekranı (01.01.2008 – 17.10.2008)

| Portfolio Summary | | | | | | | | |
|------------------------|----------------|---------------|---------------|------------------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| Portfolio | Market Value | VaR | %VaR | Benchmark | BVaR | %BVaR | Relative VaR | Ex-Ante TE VaR |
| HİSSE | 457,400 | 23,673 | 3.4274% | XU030 National Index | 12,451 | 1.8026% | 13,652 | 1.9766% |
| SGMK | 333,203 | 2,117 | 0.3066% | KYD 547 Domestic Index | 3,288 | 0.4761% | 1,260 | 0.1824% |
| NAKİT | -99,912 | 12.5734 | 0.0018% | TERS REPO Index | 8.0101 | 0.0012% | 14.8084 | 0.0021% |
| Total Portfolio | 690,692 | 24,789 | 3.589% | Total Benchmark | 15,495 | 2.2434% | 13,275 | 1.922% |

Tablo 3. Piyasa Riski %99 Güven Seviyesinde Görel Riske Maruz Değer Özet Ekranı (17.10.2008 İtibarı ile)

Getirisi) dağılımının normal olup olmadığıdır. İlgili grafikten de anlaşılacağı gibi, portföyün ve benchmark portföyün arasında oluşan fazla getirinin dağılımı normal değildir. Bu durumda Takip Hatası ve %88.14 güven seviyesinde hesaplanan Görelî Riske Maruz Değer aynı olmayacaktır.

5. Risk Ölçüm Yöntemlerinin Performans Değerlemesi

Modelin performans değerlendirilmesi yapılırken, geçmiş 378 takvim günü geriye giderek Tablo 1’de belirtilen portföy finansal varlıkları o günkü piyasa şartlarına göre fiyatlanmıştır. Sonuçlar Tablo 4’te raporlanmıştır. Belirtilen dönem aralığında bütün günler için standart sapmalar ayrıca bulunmuştur. Bundan sonraki aşamada, “Back Test” olarak da adlandırılan prosedür gereği gerçekleşmiş portföy değerleri ile karşılaştırılmıştır.

Takip Hatasının iyi performans verme koşulu, gerçekleşen kayıpların modelin ima ettiği kayıp yüzdesine eşit olmasıdır. Ancak Tablo 3 ve Tablo 5 daha yakından incelendiği takdirde Takip Hatası ve Görelî Riske Maruz Değerin eşit olmadıkları görülecektir. Tablo 5’te sunulan sonuçlar %84,13 güven seviyesinde hesaplanmış olup, getirilerin normal olarak dağılımı varsayıldığında, bu seviyede Takip Hatası ile aynı olmak durumundadır. Tablolardan da görüleceği gibi değerler birbirlerinden farklıdır. Bu da portföy getirisinin, benchmark getirisinin ve dolası ile aktif getirinin normal ve si-

metrik olarak dağılımının sonucudur. Bu durumda Takip Hatası risk ölçme hususunda eksik kalmakta ve özellikle limit set etme konusunda traderların hareket kabiliyetini kısıtlayıcı bir istatistik olmaktan öteye geçmemektedir.

Limit koymaktan amaç traderları aşırı oynak piyasa şartlarında, aşırı kayıplardan korumak ise görüldüğü Görelî Riske Maruz Değer daha uygun sonuçlar üretmektedir.

Görelî Riske Maruz Değer’in hesaplanmasındaki temel amaçlardan birisi de uç durumlardaki (extreme) kaybın bulunmasıdır. Daha önce de belirtildiği gibi güven seviyesi artırıldığı sürece kuyrukta oluşabilecek kayıpları yakalayabilmek, Göreceli Riske Maruz Değer yöntemi için daha kolaydır. Öte yandan Görelî Riske Maruz Değer zaten içinde Takip Hatasını da barındırdığı için daha fazla enformasyon taşıdığı aşikardır.

Bu noktada, bir adım daha ileri gidip aktif getiri dağılımının kuyruk bölgesinde oluşabilecek uç (extreme) muhtemel kayıpların ölçülmesi konusuna da değinmek istiyoruz. Daha önce de açıkladığımız gibi Görelî Riske Maruz Değer %99 güven seviyesinde riski ölçmekte, ancak bu-

| Getiri | Değerleme Tarihi | Değer | Getiri (%) |
|----------------|------------------|---------------|------------|
| Ortalama | 17.10.2008 | 690,691.592 | -5.841 |
| Varyans | 16.10.2008 | 733,539.155 | -2.988 |
| Standart Sapma | 15.10.2008 | 756,128.661 | -1.812 |
| Skewness | | | |
| Kurtosis | | | |
| Medyan | | | |
| Min | 23.10.2007 | 1,036,108.968 | 2.668 |
| Max | 22.10.2007 | 1,009,186.083 | -2.445 |
| Fiyat | 21.10.2007 | 1,034,482.824 | 0.012 |
| Ortalama | 20.10.2007 | 1,034,357.18 | 0.012 |
| Medyan | 19.10.2007 | 1,034,231.592 | -1.567 |
| Min | 18.10.2007 | 1,050,698.455 | 15.563 |
| Max | 05.10.2007 | 909,200 | - |

Tablo 4. Portföy İstatistikleri Seviyesinde Görelî Riske Maruz Değer Özet Ekranı (17.10.2008 İtibarı ile)

nun ötesinde oluşabilecek muhtemel risklerin ölçülmesinde kısa kalmaktadır.

Bu bölgedeki risklerin ölçülmesi için kullanılan teknik Expected Shortfall’dur. Ancak bu çalışmada risk ölçümüne benchmarklar da dahil edildiği için Relative Expected Shortfall’un ölçülmesi gerekmektedir.

Tablo 6’da da görülebileceği gibi

Görelî Beklenen Kayıp (Expected shortfall), belirlenen güven seviyesinde ölçülen riskin gerçekleşmesi halinde portföyün benchmarka göre ortlamada ne kadar daha fazla kaybedebileceğini ölçen risk ölçüm tekniğidir.

| Portfolio Summary | | | | | | | | |
|--------------------------------|----------------|--------------|----------------|------------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| Portfolio | Market Value | VaR | %VaR | Benchmark | BVaR | %BVaR | Relative VaR | Ex-Ante TE VaR |
| <input type="checkbox"/> HISSE | 457,400 | 7,927 | 1.1477% | XU030 National Index | 4,259 | 0.6167% | 4,121 | 0.5966% |
| <input type="checkbox"/> SGMK | 333,203 | 575.01 | 0.0833% | KYD 547 Domestic Index | 945.19 | 0.1368% | 286 | 0.0414% |
| <input type="checkbox"/> NAKIT | -99,912 | 1.7551 | 0.0003% | TERS REPO Index | 1.2735 | 0.0002% | 2.3917 | 0.0003% |
| Total Portfolio | 690,692 | 8,398 | 1.2158% | Total Benchmark | 5,102 | 0.7386% | 4,109 | 0.595% |

Tablo 5. Piyasa Riski %88.14 Güven Seviyesinde Görelî Riske Maruz Değer Özet Ekranı (17.10.2008 Tarihi İtibarı ile)

| | Portfolio | | | | Benchmark Portfolio | | | | Relative Portfolio | |
|-----------|-----------|---------|---------|--------|---------------------|---------|--------|---------|--------------------|---------|
| | % PV | PV | VaR | ES | % PV | PV | BVaR | BES | RVaR | RES |
| ☑ Manager | 100 | 690,692 | 24,789 | 36,421 | 100 | 690,692 | 15,495 | 16,558 | 13,275 | 23,529 |
| ☑ HISSE | 66.2235 | 457,400 | 23,673 | 35,070 | 25 | 172,673 | 12,451 | 14,238 | 13,652 | 23,217 |
| ☑ SGMK | 48.242 | 333,203 | 2,117 | 2,589 | 50 | 345,346 | 3,288 | 3,860 | 1,260 | 1,867 |
| ☑ NAKIT | -14.4655 | -99,912 | 12.5734 | 24.614 | 25 | 172,673 | 8.0101 | 12.2899 | 14.8084 | 31.2039 |

Tablo 6. RiskTürk Piyasa Riski %99 Güven Seviyesinde Relative Expected Shortfall Özet Ekranı (17.10.2008 Tarihi İtibarı İle)

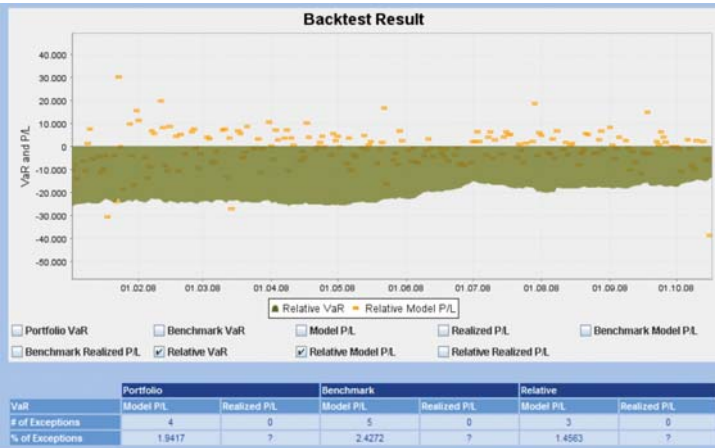
risk ölçümü yapılan portföyün Relative Expected Shortfall 23,529 TL olarak ölçülmüştür. Bunun manası, eğer portföy benchmarkın muhtemel 13,275 TL'lik kaybından daha fazla bir kayıpla karşılaşır, bu kayıp ortalamada 23,529 TL olacaktır.

Yapılan risk ölçüm modelinin testinde ise RiskTürk Piyasa Riski Back Test analizi kullanılarak hem %99, hem de %88.14 güven seviyesinde 378 takvim günü geriye gidilerek, gerçekleşen portföy değerleri ve ölçülen riskler kıyaslanmıştır. Tablo 7'de de görülebileceği gibi %88.14 güven seviyesinde modelin riski

tahmin edememe sayısı 35'dir. Bu da Takip Hatası üzerinden bir risk limitlemesi sistemi kurmanın hatalarını açıkça göstermektedir. Öte yandan Tablo 8' de ise Back Test %99 güven seviyesinde çalıştırılmış olup, sistemin riski tahmin edememe sayısı üç olarak gerçekleşmiştir. Gayet makul sınırlarda kalan bu sayı Görel Riske Maruz Değerin, Takip Hatasını içine aldığı ve Risk Yöneticilerine daha fazla bir manevra alanı bıraktığını açıkça göstermektedir.



Tablo 7. Piyasa Riski (Takip Hatası) Back Test Analizi



Tablo 8 Piyasa Riski (Takip Hatası) Güven Seviyesinde Back Test Analizi

6. Sonuç

Bu çalışmada portföy yönetiminde kullanılan risk ölçütleri incelenmiş ve bunlardan risk limiti belirlenmede kullanılan Görel Riske Maruz Değer ve Takip Hatası karşılaştırılmıştır. Görel Riske Maruz Değer, gerek ileriye yönelik kayıp projeksiyonunda bulunabilmesi gerekse 3. bölümde özetlenen diğer sebeplerden dolayı, dünyada portföy yöneticileri tarafından daha çok kullanılmakta ve bu alanda kendisine ve varyantlarına olan talep artmaktadır.

Kredi krizi sonrası Riske Maruz Değer de dahil olmak üzere tüm risk ölçüm sistemlerine bir eleştiri yönlendirilmektedir. Burada bu yöntemlerin geliştirilmesine yönelik sayısal ve mevzuat çalışmaları da devam etmektedir. Görel Riske Maruz Değer ölçütü ise bu çerçevede daha az sorunludur zira burada ölçülen mutlak risk değil görel risktir. Genel manada örnek verecek olursak, yöntemler IMKB 30'u iyi tahmin edemese bile RvaR'ın amacı buna göre portföyümüzün ne kadar sapma göstereceğidir. Bu noktada Görel Riske Maruz Değer hala önemli bir görel risk ölçütü olarak kullanılabilir. Ancak, bu yöntemlerin de özellikle stres testi ve sistematik riski nasıl içereceği, ayrı ve geniş bir çalışma konusudur. Bu konuda yaptığımız çalışmalar ileri zamanlarda Türkiye yatırım piyasası ile paylaşılacaktır.

Zorlu zamanlarda kazanmak,
kiminle omuz omuza olduğunuza bağlıdır.



 **YapıKredi**
Yatırım



Ahmet Çayıroğlu
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Vadeli İşlemler Birim Yöneticisi

Genel olarak hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, üzerine yazılan dayanak varlığın spot fiyatının üstünde işlem görürler. Ancak dayanak varlık olan hisse senedi, çok büyük miktarda kar payı dağıtacaksa, bu durumda vadeli işlem fiyatı spot fiyatın altında işlem görebilir.

Türkiye’de de gündemde olan hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri konusunda Oyak Yatırım ve İş Yatırım, Kurumsal Yatırımcı’ya bilgi verdi.

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Hisse senedi üzerine yazılmış olan vadeli işlem sözleşmeleri, sizi gerçek bir hissedar yapmadığı gibi, temettü ödemeleri, genel kurullara katılma gibi haklar elde edilemez.

Genel olarak hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, üzerine yazılan dayanak varlığın spot fiyatının üstünde işlem görürler. Ancak dayanak varlık olan hisse senedi, çok büyük miktarda kar payı dağıtacaksa, bu durumda vadeli işlem fiyatı spot fiyatın altında işlem görebilir. Böyle bir durumda, hisse bazlı vadeli işlem sözleşmesini alan yatırımcı, hisselerin dağıtacağı kar payını alamayacağından dolayı vadeli sözleşmeye spot fiyatın altında bir bedel ödeyerek almak suretiyle bu kaybını tazmin etmiş olmaktadır.

KULLANIM AMAÇLARI HEDGING

Hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri hisse senedi sahiplerine daha etkin şekilde korunma imkanı sağlar. Bu sözleşmeler hisse senetlerini bir endekse veya endekse dayalı bir opsiyonla hedge etmek yerine doğrudan dayanak varlıkla hedge etme imkanı vererek %100’e yakın bir hedge imkanı sağlamaktadır.

ENDEKS DENGELENMESİ

Hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri hisse senedi endeksleriyle birlikte kullanılabilirler. Endeks’i dengelemek için hisse sene-

dine dayalı vadeli işlem sözleşmesi kullanılabilir. Örneğin; A bankası hisse senedi ile ilgili olumsuz beklentilerin yaşandığı bir dönemde endeks sözleşmelerinde LONG pozisyon taşıyan bir yatırımcı 30 endeksinde belli bir ölçüde olumsuz yansıyacak bu gelişmenin dışında kalmak için A bankasına ait hisse senedi üzerine yazılmış vadeli işlem sözleşmesi satarak A Bankasının dışında kaldığı bir 30 endeksi yaratabilir.

VERGİ AVANTAJI

Yatırımcı piyasada yaşanabilecek kısa vadeli satışlara karşı vergi doğuracak olan spot piyasada hisse senedini satmak yerine hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmesi satarak vergi avantajı yaratabilir.

SPREAD (ARALIK) İŞLEMİ

Yatırımcı beklentisine uygun olarak bir hisse senedi üzerine vadeli işlem sözleşmesi alıp, diğer bir hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmesi satarak spread pozisyon alabilir. Örneğin; “A” hisse senedinin “B” hisse senedinden daha iyi performans göstereceğini düşünen bir yatırımcı “A” hissesi alıp aynı miktarda “B” hissesi satarak daha az risk ile beklentisini gerçekleştirebilir.

ARBİTRAJ

Hisse senedinin fiyatıyla vadeli teorik fiyatı arasındaki farklılıktan faydalanarak risksiz kazanç elde edilebilir.

TEORİK FİYATIN HESAPLANMASI

VADELİ FİYAT = Hisse Senedinin Spot fiyatı * (1+(r * T1/365)) - Kar Payı * (1+(r * T2/365))

r : Kısa vadeli faiz oranı
T1: Vadeye kalan gün sayısı
T2: Vadeye kalan gün sayısı ile kar payı ödemesi arasındaki gün sayısı

TEORİK FİYATTAN UZAKLAŞMA NEDENLERİ

Hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri tıpkı endeks sözleşmeleri gibi teorik fiyata göre daha ucuz veya daha pahalı işlem görebilirler.

• Likidite - Likit olmayan piyasalarda Alış ve Satış spreadleri daha geniş olabilmektedir.

• İşlem Maliyetleri - Farklı piyasa oyuncuları farklı komisyon oranlarından borçlanabilirler.

• Borçlanma Maliyetleri - Farklı piyasa oyuncuları farklı faiz oranlarından borçlanabilirler.

• İşlem Yapma Amaçları - Spotta pozisyonu olan yatırımcılar ile arbitrajcular ve spekülâtörler farklı amaçlar için işlem yapabilirler.

HİSSE SENEDİNE DAYALI VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN TEMEL FAYDALARI

1. Kısa pozisyona girmek hem daha kolay hem de daha ucuz olması.

| Daha Kolay Pozisyona Giriş | |
|--|--|
| Hisse Vadeli İşlem Sözleşmesi | Spot Piyasa |
| 1. Hiçbir ödünç işlemi olmadan sadece sözleşme satmak yeterli. | 1. Hisse senedi ödünç almak; pratikte zor ve zaman kaybettirebilir. |
| 2. Up tick kuralı yok. | 2. Hisseyi satmak; uptick kuralı mevcut. |
| 3. Her hangi bir ödünç işlemine gerek yok ve kısa pozisyon alabilmede arz sorunu yok. | 3. Ödünç bulma güçlüğü, ödünç alınan hissenin teslimi ve yenisini bulma güçlüğü ve spot piyasada açığa satış için ilgili kıymetin ödünç alınabilmesi için ödenen faiz. |
| 4. Vadeli fiyat olduğu için genelde spot fiyata göre daha yüksek fiyat bulabilme imkanı. | 4. Genelde spot fiyat vadeli fiyatın altındadır. |

2. Uzun pozisyon için spota göre daha fazla kaldıraç kullanım imkanı sağlaması.

| Düşük Teminatla Yüksek Kaldıraç Kullanım İmkani | |
|--|---|
| 1. Yüksek kaldıraç kullanabilme imkanı. | 1. Spot piyasanın kaldıraç 1'dir. Yani kaldıraç imkanı yoktur. |
| 2. Nakit teminat nemalanır, nakit dışı teminat yatırabilme imkanı. | 2. İşlem nakit olarak gerçekleşir ve herhangi bir nema söz konusu değildir. |

3. Düşük teminat nedeni ile kalan nakdin serbest kullanım imkanı oluşması

4. Etkin ve daha esnek riskten korunma imkanı sağlaması.

- 100% yakın riskten korunma
- Düşük maliyet
- Pozisyondan çıkma kolaylığı

5. Düşük teminat ile pozisyona girme imkanı nedeniyle döviz kuru riskini azaltması.

6. Değişik alım satım stratejileri uygulama imkanı vermesi.

- Tek bir hisseyi piyasadan ayrıştırabilme imkanı (Endeks dengelemesi)
- İki hisse arasında spread imkanı (Pair trading)
- Hem uzun hem de kısa pozisyonu hızlı alabilme imkanı

HİSSE SENEDİNE DAYALI VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN RİSKLERİ

• Hisse senedine dayalı vadeli sözleşmeleri tüm yatırımcılar için uygun olmayabilir. Spekülasyon amacıyla yapılan işlemlerde risk yüksektir. Kaybedilen tutar bazen kuruma yatırılan toplam teminatı dahi aşabilir. Bunun temel nedeni, bu piyasanın yüksek kaldıraç seviyesi ile çalışması olup, göreceli olarak küçük bir teminat ile yüksek miktarda pozisyona girebilmenin mümkün olmasıdır.

• Hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri yüksek kaldıraç ile çalıştıkları için, bu özellikten dolayı çok büyük kazanç sağlayabilecekleri gibi, bunun tam tersi olarak çok büyük kayıplara da maruz kalınabilir.

• Yüksek kaldıraç özelliği nedeni ile hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde, kaybın ve kazancın etkileri teminat hesaplarında derhal hissedilebilir. Kazanç ve kayıplar günlük olarak güncellenir ve karlar teminat hesabına eklenir, zararlar ise teminat hesabından düşülür. Piyasadaki fiyat hareketleri teminat hesabının değerini düşürmesi durumunda, aracı kurum tarafından ek bir teminat yatırılması istenebilir. Eğer teminat hesabı, minimum teminat seviyesinin altına inerse, ve teminat tamamlama talebi yerine getirilmez ise, aracı kurum tarafından mevcut pozisyonlar gerekli teminat seviyesine kadar likidite edilir.

• Belirli piyasa koşullarında, pozisyonu kapamak zor veya imkansız olabilir. Genel olarak vadeli işlem piyasalarında, pozisyonunu likidite edebilmek için karşı pozisyon alınması gerekmektedir. Likidite edememe, üzerine vadeli işlem sözleşmesi yazılan dayanak varlığın veya vadeli sözleşmenin Borsa tarafından durdurulmasında, Alım-Satım sisteminin çalışmamasında ya da pozisyonun likit olmayan bir sözleşmede olması durumunda mümkün olabilmektedir. Böyle bir durumda likidite edilebilse dahi, likidite fiyatı büyük zarara neden olabilir.

• Belirli piyasa koşullarında, hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, üzerine yazılan dayanak varlıktan oldukça farklı bir fiyatta işlem görebilirler. Sözleşme likit değilse veya dayanak varlık kapalıysa sözleşmenin fiyatı dayanak varlıktan oldukça uzaklaşabilir.

KAPAK HİSSE SENEDİ VADELİ İŞLEMLERİ



Emrah Yücel
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Müdür Yardımcısı | Yurtiçi Piyasalar

Tek bir hisse senedi üzerine yazılmış ürünlerden vadeli işlem kontratları (Single Stock Futures -SSF), ilgili hisse senedinin ilerideki bir tarihte bugünden belirlenen bir fiyat üzerinden alım ya da satımı üzerine yapılan standartlaştırılmış sözleşmelerdir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1970'lerden itibaren gelişen finansal piyasalar, farklılaşan ve çeşitlenen yatırımcı ihtiyaçlarıyla birlikte, dünyada türev ürünlerin kullanımının oldukça yaygınlaştığı bir dönem başlamıştır. 2000'li yıllarla birlikte hedge fonların da önemli miktarlarda katılımı, bu enstrümanların kullanım alanlarının genişleyip büyüklüklerinin de artmasını desteklemiştir. Günümüzde yalnız tezgahüstü türev piyasalarının 684 trilyon Amerikan Doları (Haziran 2008 itibarıyla) büyüklüğe ulaştığı tahmin edilmektedir. Organize piyasalarda ise mevcut türev ürünlerin en yüksek işlem hacmine sahip olanlarının başında vadeli işlemler (futures) ve opsiyonlar yer almaktadır. Eylül 2008 itibarıyla 77 trilyon dolar büyüklüğe sahip organize piyasalardaki vadeli işlem ve opsiyonların, 2007 yılı işlem hacmi ise 2.29 katrilyon Amerikan Doları olmuştur. Pek çok farklı dayanak varlığına sahip bu vadeli işlem ve opsiyonların, kontrat sayısı bazında işlem hacminin %32'ye (2008 ilk yarıyıl) yakını tek bir hisse senedi üzerine yazılmış ürünlerde gerçekleşmiştir.

Tek bir hisse senedi üzerine yazılmış ürünlerden vadeli işlem kontratları (Single Stock Futures -SSF), ilgili hisse senedinin ilerideki bir tarihte bugünden belirlenen bir fiyat üzerinden alım ya da satımı üzerine yapılan standartlaştırılmış sözleşmelerdir. İleri valörlü fiyatın belirlenmesinde üç temel para-

metre kullanılır. Bunlar; hisse senedinin spot fiyatı, cari piyasa faizi ve bugün ile sözleşme valörü arasında beklenen temettüdür. Bu üç değişkenin yanı sıra, spot fiyatın vadeli işlem için ilerletilen fiyatı, bugün ile vadeli işlem sözleşmesinin valör tarihine kadar olan süre ile de değişecektir.

Teorik SSF fiyatı şu formülle hesaplanır;

$$F = [S - PV(Div)] \times e^{r \cdot \Delta t}$$

F : Single Stock Future'un fiyatı

S : dayanak hisse senedinin spot fiyatı

PV(Div): temettünün bugünkü değeri,

e : doğal logaritmik taban

Δt : bugün ile sözleşme valörü arasındaki süre

SSF'lar hisse senedinin kendisi gibi temettü ödemediği için, valör tarihine kadar olan süreçte yapılması beklenen bir temettü ödemesi, ileri valörlü fiyat hesaplamasında dikkate alınır ve fiyatı düşürücü bir etki yapar. Öyle ki, normal koşullarda paranın zaman değerinden dolayı spot değerinin üstünde olması gereken SSF değeri, ödemesi beklenen temettünün taşıma maliyetinden daha büyük bir gelecek değere sahip olması durumunda, SSF fiyatı spot fiyatın altında oluşabilir.

Dünyada SSF'ların alım satımının yapıldığı önemli borsalar; One Chicago

(ABD), Euronext Liffe, Eurex, MEF (Avrupa), Safex/JSE (Güney Afrika) ve National Stock Exchange of India (Hindistan) olarak verilebilir. Ancak şaşırtıcı biçimde, SSF'ların büyük borsalarda kullanımı 2000'li yıllarla birlikte yaygınlaşmıştır.

SSF'ların işlem gördüğü borsalardaki dayanak varlık için hisse senedi seçimleri, borsadan borsaya farklılık göstermektedir. Kimi borsa dayanak varlık olarak yalnızca ulusal hisse senetlerini kullanırken, kimi de ulusal ve uluslararası hisse senetlerini birlikte barındıran hibrit bir yapı uygulamaktadır. Ayrıca SSF'lerin işlem gördüğü borsalarda, uzlaşma metodu olarak hem nakdi hem de fiziki uzlaşmanın farklı örnekleri yer almaktadır.

Genel olarak çoğu vadeli işlem sözleşmesinde olduğu gibi, SSF'larda da yapılan işlemlerin amaçları dört ana kategoriye ayrılabilir; koruma amaçlı, spekülasyon amaçlı, getiri yükseltici ve arbitraj amaçlı işlemler. 2000'li yıllarla birlikte gelişen Single Stock Futures piyasalarının artan işlem hacimlerinin başlıca nedenleri olarak, SSF'lar üzerine işlem yapmanın getirdiği avantajlar ve bunları kullanarak oluşturulabilecek yatırım stratejileri sıralanabilir. SSF'ların en önemli özelliklerinin başında sağlamış oldukları kaldıraç avantajı gelmektedir. SSF'lar kredili işlemlere göre daha yüksek oranda kaldıraç sağlama olanağı yaratırken, maliyet açısından da avan-

Kuruluş Tarihleri:

| | | | |
|----------------------------|------|-------------|------|
| Safex/JSE | 2000 | MEFF | 2001 |
| National Exchange of India | 2000 | One Chicago | 2002 |
| Liffe | 2001 | Eurex | 2005 |

tajlar sunmaktadır. Uzun pozisyon almak isteyen yatırımcılar için ortalama piyasa fonlama maliyeti üzerinden oluşması beklenen vadeli işlem fiyatı, kredi maliyetlerinden dolayı kredili hisse senedi işlemlerine göre daha ucuz olacaktır. Kısa pozisyon almak isteyenler için ise, ödünç alma, teminat "haircut"ları gibi maliyetlerin yaratmış olacağı dezavantajı bertaraf edecektir. Çeşitli ülkelerde temettünün vergilendirilmesinden dolayı, SSF'lar üzerine yapılan işlemler vergisel avantajlar da sağlayabilmektedirler.

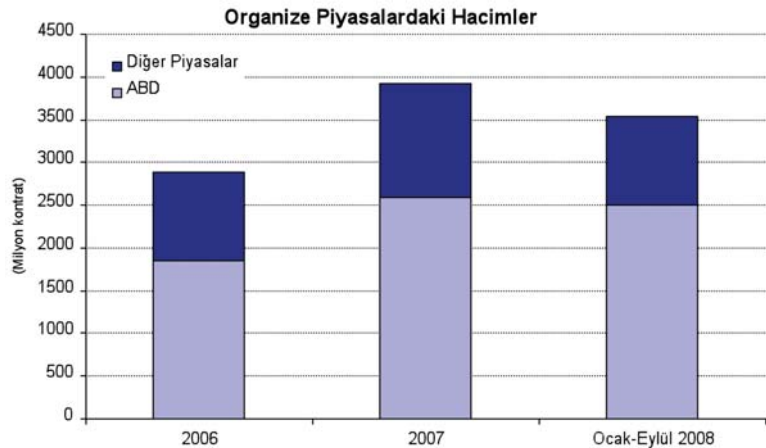
SSF'ları cazip kılan diğer bir konu ise açığa satış kolaylığıdır. Çeşitli borsalarda kullanılan ve aktiften açığa satışı yasaklayıp, işlem geçen son iki fiyattan yüksek olana -genellikle de pasifte olacak şekilde- açığa satış emrinin verilmesini zorunlu kılan "uptick" kuralına kıyasla SSF'larda açığa satış işleminin aktif ve hızlı olarak yapılabilmesi mümkün olmaktadır. Bu husus ayrıca, piyasalardaki fiyatların yeni enformasyonları hızlı bir biçimde yansıtmalarını ve bilgi asimetrisinin azalmasını sağlamaktadır. Açığa satışla ilgili diğer bir unsur da, spot piyasada yapılan açığa satışta olduğu gibi ilgili hisse senedini ödünç almak için hem stoka ulaşma ihtiyacı hem de bu işlemle ilgili operasyonel yüklerin olmaması avantajıdır.

Tek bir hisse senedi üzerine yazılmış vadeli işlem kontratları olan SSF'lar, çeşitli yatırım stratejilerinin oluşturulması için de kullanılmaktadırlar. Bunların başında ise, opsiyonların ve SSF'lerin birlikte kullanıldıkları stratejiler gelmektedir. İkisinin bir arada kullanımıyla birlikte sentetik opsiyon pozisyonları oluşturmak, özellikle maliyet unsurları ya da piyasada üzerine işlem yapılması zor opsiyon türlerini tekrar edebilmek adına önem arz etmektedir. Aynı zamanda, SSF'lar hisse senedi üzerine opsiyon yazmak için de sıkça kullanılmaktadırlar. Diğer bir kullanım alanı ise, belirli bir endeks üzerine yönetilen fonlarda, endekse göreceli olarak fark yaratması beklenen hisse senetlerinden gerek

uzun gerekse de kısa pozisyon anlamında katma değer yaratabilmek namına yapılan işlemlerdir. Ayrıca kısa pozisyon esnekliği, hisse senetleri arasında beklenen göreceli performans üzerine çift bacaklı işlemlerin SSF'ları kullanılarak yapılmasını kolaylaştırmaktadır. Aynı strateji bir hisse senedinin piyasaya göreceli performans beklentisi üzerine de oluşturulabilir.

SSF'ların günümüze dek olan gelişiminde, bu ürünlerin spot ya da diğer türev ürünlerle beraber kullanımı önemli bir yer teşkil etmektedir. Bu noktadan hareketle, tek bir hisse senedi üzerine vadeli işlem piyasalarının

derinleşmesi açısından, diğer işlem bacakları üzerindeki maliyet unsurları da önem arz etmektedir. Özellikle, SSF'lar karşılığında yapılan diğer işlemlerle birlikte doğan kar/zararın BSMV gibi vergiler açısından netleştirilmesi ya da muaf tutulması bu ürünlerin yaygınlaştırılmasını destekleyecek bir unsur olacaktır. Özet olarak SSF'ların esnek yapısı, hisse senetleri üzerine geliştirilebilecek hemen hemen her türlü yeni stratejinin, dinamik olarak oluşturulabilmesine olanak sağlamaktadır. Bunun yanında işlem kolaylığı, maliyet ve kaldıraç gibi avantaj yaratıcı unsurlar, farklı yatırımcıların değişik işlem amaçları doğrultusunda bu enstrümanları kullanmalarını, işlem hacimlerinin artmasını ve türev piyasalarının önemli bir unsuru haline gelmesini sağlamıştır.





Cevdet Akçay
Oyak Menkul Değerler A.Ş.
Ekonomist

Ekonomi Yönetiminde Sinyallemenin Önemine Bir Yakın Zaman Örneği

Bugünün dünyasında ekonomi yönetimi bir sinyal verme/alma (signal emission/extraction) problemi haline gelmiş vaziyette çünkü sadece yerel unsurların değil ağırlığı giderek artmış olan uluslararası unsurların da yönetimi etkileme/yönetimden etkilenme sürecine dahil olduğunu inkar etmek mümkün değil.

2009 senesine girerken tüm dünyada resesyon ve bazı ülke/bölgelerde deflasyon riskinden bahsedilmekte. Birincisi Türkiye'yi de vurmuşken (mevsimsellikten arındırılmış ve çalışma günü sayısı üzerinden düzeltilmiş çeyreklik datanın son iki çeyrek arka arkaya eksi büyüme verir durumda olması) ikinci riskin Türkiye'de gerçekleşme ihtimali sıfır. Yine de dünyanın geri kalanıyla paylaşılıyor olsa da bir daralma ya da en azından ciddi büyüme hızı düşüşü kaçınılmaz gözüküyor.

Ekonomik öngörülere girmek ya da teknik önlemlerin niteliği üzerine ahkam kesmekten ziyade, bugün küçük açık ekonomi (small open economy) diye nitelendirilen ders kitabı ülke tanımının çok tipik bir örneği olan Türkiye'de yapılmış

olanların daha niteliksel bir değerlendirilmesini yapmak amacını taşıyor bu kısa yazı (büyük açık ekonominin var olan tek örneği ABD, ikinci olma çabasında olan aday da AB ancak henüz o aşamadan uzakta hala; ABD'nin kredi piyasası içindeki emlak piyasasının bünyesinde yer alan subprime piyasasındaki sıkıntının bütün dünyayı peşinden sürüklüyor olması, zaten merkezin neresi olduğunu bizlere tekrar çok keskin hatırlatmış olması). Modern ekonomilerde yönetimlerin hareket alanları esasen fazla yok, hele gelişmekte olan piyasalar için bu alan daha da kısıtlı. Muson yağmuru etkisi diye adlandırılan (Monsoon effect) gelişmekte olan piyasalar için her zaman çok önemli bir sıkıntı kaynağı, Merkez'de (ABD ya da biraz daha geniş davranırsak AB'yi de ekleyebi-

liriz) ortaya çıkan sıkıntının bütün periferiyi etkileme hali olarak tanımlanabilir ve bugün bunu ciddi olarak yaşamaktayız. Bulaşma etkisi de (contagion effect) bir gelişmekte olan ülkedeki sıkıntının finansal piyasalar yoluyla diğerlerine bulaşma hali, ki bunu da bir miktar yaşadık son dönemde, ve kaçış yine pek mümkün değil. Bir de saf spekülatif hareketler var ki ona bu dönemde pek ihtiyaç kalmadı.

Bu çerçeveden baktığınızda ticaret ve sermaye hareketleri dünyaya birçok ülkenin bu kriz anında yapacaklarından çok, o ana kadar yapmış olduklarının ve kriz ortaya çıkmadan ve çıktuktan sonra verdiği sinyallerin önemi ortaya çıkmakta. Alacağınız hasarın en aza indirilebilmesi tamamen buna bağlı ancak bu iki unsurun birbirini tamamlayıcılığı akıldan hiç çıkarılmamalı. Bugünün dünyasında ekonomi yönetimi bir sinyal verme/alma (signal emission/extraction) problemi haline gelmiş vaziyette çünkü sadece yerel unsurların değil ağırlığı giderek artmış olan uluslararası unsurların da yönetimi etkileme/yönetimden etkilenme sürecine dahil olduğunu inkar etmek mümkün değil. Dolayısıyla verilecek mesajların da evrensel bir akıl süzgecinden geçtiğinde hala geçerli olabilecek mesajlar olması elzem hale gelmekte. Doğru sinyalleri verdiğinizde ve piyasada alınması gereken denetleyici/düzenleyici kuralları empoze eden kurulları devrede tuttuğunuzda, gerisini büyük oranda piyasaların halletmesi hoşla gitse de gitmese de gelinecek nokta. Sorun uluslararası piyasalardan kaynaklanıyorsa, ki son durum bunun en çarpıcı örneği, o piyasalarda gerekli düzenlemeler yapılmadan lokal olarak büyük hamleler yapabilmek mümkün

değil. Biraz kaba bir tahlil olması riskini göze alarak belki denebilir ki, dışa hem ticaret hem de sermaye hareketleri bazında açılma kararı almak, aynı zamanda gönüllü olarak dümeni önemli ölçüde global sisteme teslim etmeye karşılık geliyor. Bunun da olumsuz bir hissiyat yaratması gerekmiyor, Avrupa Birliği'ne bunun en agresif örneği diye bakmak mümkün; bu projenin başarısının da insanlığın tümü için önemli katkılar sağlayacağını söyleyen düşünürler var ve ben de aynı kanaatteyim.

Özetle, açık bir ekonominin hareket alanının bizzat "açılmış" olmakla daraldığını teslim ederek söyleyeceklerimin geri kalanını değerlendirmek gerekir uyarısını yapmak durumundayım. Türkiye neyi daha iyi yapabiliirdi kriz ortamında? Daha iyi ve dikkatli sinyal verebilirdi. Hepsi bu; bir de bir mekanizma tasarımı problemine kafa yorması hala gerekiyor, hepsi kanımca bu kadar.

Sinyallerden kastım kısaca şu, genel kamuoyuna, ekonomi dünyasına ve varsa devrede olan yabancı kurumlara (ki bizde IMF ye karşılık geliyor) hem ortak bazları olan hem de herbirine ayrı ayrı hitap eden mesajları içeren duyurular yapmak. Sıradan insanın durumun inceliklerine vakıf olması mümkün değil ve paniklemenin, aşırı telaşlanmanın önüne geçebilecek tek önlem bunların tümüne vakıf bir yönetimin iş başında olduğuna toplumu ikna etmek. Örneğin Türkiye özelinde krizin niteliğinin ne olduğu ve Türkiye'nin neden görece olarak, ama sadece görece olarak güvenli bir konumda olduğu ayrıntılı bir şekilde anlatılmadı. Bankacılık sektörünün 2001'de geçirdiği değişimin önemi

“ Sıradan insanın durumun inceliklerine vakıf olması mümkün değil ve paniklemenin, aşırı telaşlanmanın önüne geçebilecek tek önlem bunların tümüne vakıf bir yönetimin iş başında olduğuna toplumu ikna etmek. ”

vurgulandı, ancak esasen en kuvvetli bankacılık sisteminin bile bu global ortamda son derece kırılabilir olduğu ya düşünülmedi ya gerekli hassasiyet gösterilerek ima edilmedi ve bunun da önünü alan bir mekanizma tasarımına yatırım yapılmadı. Daha da kötüsü, herkesin zorda olduğu bir ortam ve fakat buna mukabil büyük karlar yazan ve sadece kendi çıkarını düşünen bir bankacılık sektörü imajı yaratıldı ve ortaya çıkarılabilecek en donanımlı ve etkin önlem paketinin etkisi daha baştan azaltıldı. Neden? Çünkü bu paketi devreye sokacak ve çalıştıracak "ortak akıl"ın (yönetim, reel sektör ve bankacılığın ortak oluşturması gereken) oluşmadığı sinyali verildi. Biraz açmak gerekirse, istemeyerek diye bakmak lazım ama AKP hükümeti son 6 senede gerçekleştirdiği en önemli reformu zımni olarak göz ardı etmiş ya da farketmemiş pozisyonuna düştü, ki kaçırılan nokta ekonominin çok ciddi bir normalleşmeyi gerçekleştirmiş olması. "Normal" bir ekonomide de reel sektör ve bankacılık sek-

“ Stratejiler değişebilir ancak ana amacın istikrar için ortak algılama olduğu ve bunun ilk şartının da mevcut durumların analizinin doğru yapılması olduğu gerçeği değişmez. Gayretlerin önümüzdeki dönemde buraya odaklanmasında büyük fayda var. ”



törleri birbirlerinin aynadaki yansıması gibidir; ya ikisi de iyi ya ikisi de kötü durumdadır. O hale gelmeleri belli gecikmeler ile olsa dahi sonunda aynı görüntüyü vermeleri kaçınılmazdır. Bence hükümet hem bu başarısını pazarlamayı bu kriz vasıtasıyla kafalara iyice nakşedebilir, hem de ortak akıl yaratma konusunda ne kadar kafasının açık olduğunu sinyalleyerek beklenti yönetimini optimalleştirebilir idi. Bunun yerine bir “zero sum game” ortamı görüntüsü verildi ki bu tür ortamlar net getiri toplamının sıfırlandığı durumları tarif etmekte kullanılır, yani birinin kazancının diğerinin kaybı olduğu durumlar. Bu bugünün Türkiye’sini hiç de yansıtmayan bir tarif, şükürler olsun demek lazımdır, ve ne var ki algılama böyle olmaktan uzak. Hedge fund gibi çalışıp devlete bankacılık yapan bankaların yerine ciddi kredi portföyleri oluşturan bankaların ortaya çıkmış olması AKP iktidarı döneminin bir olgusudur. Bunu da başarı hanesine kaydetmek ve reklamını yapmak da en doğal hakkıdır. Bunun böyle

olduğunun yaygın şekilde algılanması ve aynada yansıma halinin nihayet bu topraklarda da geçerli olduğunun kavranması ise henüz gerçekleşmiş gözükmemektedir. Bunun istikrara ve hasar minimizasyonuna katkısı değil zararı olduğu ve olacağı kanaatindeyim. Dolayısıyla çok önemli bir politika yani sinyal aracı kanımca gereken ilgiyi göremedi ve heba oldu.

Bu örnekleri çoğaltmak mümkün ama vurgulamak istediğim ekonomi yönetiminin büyük ölçüde beklenti yönetimi olduğu; eğer denetleyici ve düzenleyici kurumları etkin şekilde devreye sokabiliyorsanız. Bunun toplumda genel kabul gören bir görüş olmamasının da yarattığı riskler var ve algılamanın buraya bir an evvel dönmesi çok önemli. Ekonomi yönetimine gücünün üzerinde bir kapasite vehmetmek esasen yönetim becerisini önemli oranda kısıtlamak anlamına geliyor. Yine son Türkiye örneğinde muhalefet ve muhalif sivil toplum kuruluşlarının Hükümet’i bir dolu alınabilecek ön-

lem varken çok azını almakla suçlanması toplum nezdinde hareketsiz ve önlem almaya yanaşmaz bir hükümet görüntüsü yarattı. Hareketsizliğin büyük bölümünün alınabilecek önlem sayısının azlığından kaynaklanıyor olması yaygın bir görüş olmadığından, beklenti yönetimi ve akabinde beklentiler de bozulmaya başladı. Hatta üçüncü çeyrek büyüme performansının arkasında ticaret ve finansman kaynakları olduğunu söylemek imkânsız, zaten bozulmaya başlayan beklentilerin kriz dönemindeki sinyalleme eksikleri ve hataları ile daha da kötüleşmesi, trenddeki bozulmaya tek katkı yapan faktör kanımca. Devreye girecek olan ticaret ve finansmandan gelecek zayıflamayı da yine doğru sinyalleme ve beklenti yönetimi ile karşılamak en akıllı seçim. Stratejiler değişebilir ancak ana amacın istikrar için ortak algılama olduğu ve bunun ilk şartının da mevcut durumların analizinin doğru yapılması olduğu gerçeği değişmez. Gayretlerin önümüzdeki dönemde buraya odaklanmasında büyük fayda var.

UCITS IV Direktifleri



Cenk AKSOY
İş Portföy Yönetimi A.Ş.
Genel Müdür Yardımcısı

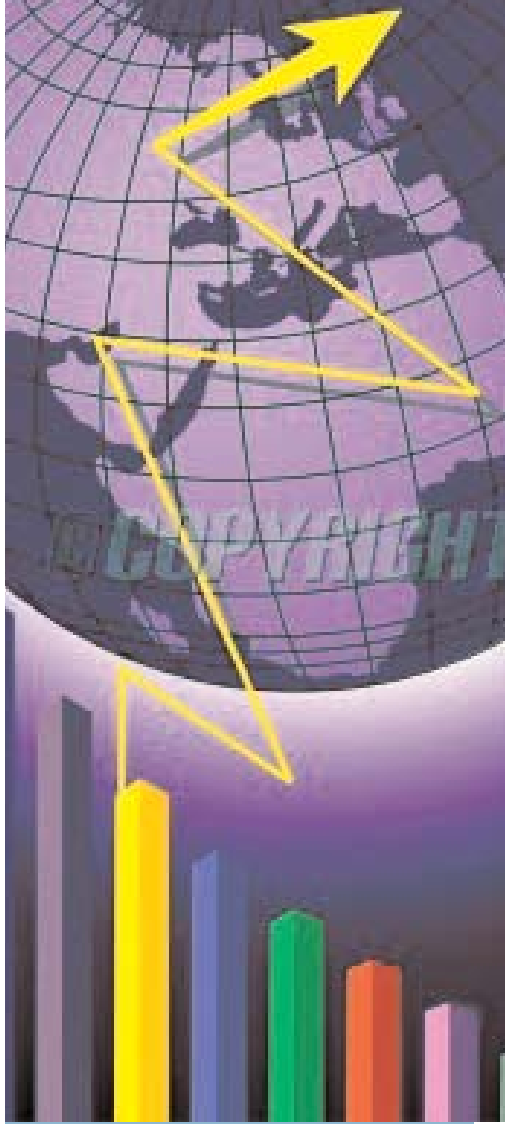
AB Komisyonu, 16 Temmuz 2008 tarihinde UCITS'lerin yasal alt yapısının etkinliğini artırmak amacıyla bir teklif yayınlamıştır. Bu yasa ile AB nezdinde fon endüstrisinde tek pazar oluşumunun yaratılması, diğer finansal ürünler ile karşılaştırıldığında rekabet gücünün sağlanması ve verimliliği artırarak en geniş anlamda yatırımcı haklarının korunması hedeflenmektedir.

UCITS (Undertaking Collective Investment in Transferable Securities) anlam olarak, Avrupa Bölgesi'nde kurulan Avrupa Hukukuna uygun kolektif yatırım araçları olarak adlandırılan yatırım fonlarını ifade etmektedir.

UCITS II-I Direktifleri, 20 Aralık 2002 tarihli yasa ile düzenlenmiş ve 2007 yılının Şubat ayında AB ülkelerinde uygulanmaya başlamıştır. Bu yasa ile söz konusu direktiflere uyum sağlayan fonlar, üye ülkeler arasında serbest dolaşım hakkına sahip olmuşlardır. Öte yandan mevcut yasanın yetersiz kalan unsurları, UCITS II-I den UCITS IV'e dönüşüm ihtiya-

cının yolunu açmıştır. AB Komisyonu, 16 Temmuz 2008 tarihinde UCITS'lerin yasal alt yapısının etkinliğini artırmak amacıyla bir teklif yayınlamıştır. Bu yasa ile AB nezdinde fon endüstrisinde tek pazar oluşumunun yaratılması, diğer finansal ürünler ile karşılaştırıldığında rekabet gücünün sağlanması ve verimliliği artırarak en geniş anlamda yatırımcı haklarının korunması hedeflenmektedir. Komisyonun hazırladığı taslak, daha sonrasında sektör temsilcilerinin görüşleri ve ulusal otoritelerin değerlendirmeleri ardından güncellenmiş ve ortak bir zemine oturtulmuştur. Söz konusu UCITS IV paketi içerisinde yer alan öneriler altı ana başlığı içermektedir:

- Management Company Passport
 - Notification Procedure
 - Fund Mergers
 - Master Feeder Structure
 - Key Investor Information
 - Supervision Cooperation
- UCITS IV düzenlemeleri 2008 yılının Aralık ayında AB Komisyonu tarafından onaylanarak AB Parlamento'suna gönderilmiştir. Üye ülkeler tarafından 2009 yılının ilk yarısının sonunda oylanması beklenmektedir. Daha sonra bir geçiş süreci tanınacak ve bu süreçte üye ülkeler kendi ulusal düzenlemelerini UCITS IV Direktiflerine uyumlu hale getirmeye çalışacaklardır. Söz konusu yeni düzenlemelerin 2011 yılının ortalarında uygulamaya geçmesi planlanmaktadır.



“ Yeni öneri ile fonun yasal yapısına bakılmaksızın bir fon yönetim şirketinin, kurulu olduğu ülkeden ayrı olarak bir başka üye ülkede UCITS fonu kurabilmesine imkan tanınmaktadır. ”

Management Company Passport

UCITS IV paketinin en önemli unsuru olan bu öneri, düzenleme aşamasında çok fazla tartışmalara neden olmuş ve başta Lüksemburg ve İrlanda olmak üzere bazı ülkeler uzun zaman çekinmelerini sürdürmüşlerdir.

Mevcut uygulamada fon yönetim şirketi ve saklamacının aynı üye ülkede yerleşik olması ve aynı otoritenin denetimine tabi tutuluyor olması gerekmektedir. Diğer taraftan, AB Pasaportu sayesinde gerekli olan belgelerin hazırlanarak fonun pazarlanması düşünülen üye ülkenin yetkili otoritesine başvurulmakta ve iki aylık sürecin ardından aksi bir durum oluşmamışsa ilgili ülkeye tescil işlemleri gerçekleştirilmektedir. Uygulamada bu süreç zaman kaybına ve maliyetlerin yükselmesine neden olmaktadır. Bu eksikliği gidermek amacıyla yetkili otoriteler arasında bildirim yöntemlerinin basit ve hızlı şekilde elektronik bir platformda gerçekleştirilmesi önerisi yeni paket içerisinde yer almaktadır. Bu şekilde bir UCITS fonu, kendi otoritesine bilgi vermek ve gerekli olan belgeleri sağlamak suretiyle bir başka üye ülkede kendi paylarını pazarlama hakkına sahip olmaktadır.

Yeni öneri ile fonun yasal yapısına bakılmaksızın bir fon yönetim şirketinin, kurulu olduğu ülkeden ayrı olarak bir başka üye ülkede UCITS fonu kurabilmesine imkan tanınmaktadır. Bu durum fon endüstrisinde tek pazar oluşumu hedefine ulaşmanın yanında önemli derecede maliyetleri azaltan ve verimliliği artıran bir etki yaratacaktır. Bu konuda hem sektör temsilcilerinin hem de AB Komisyonu üyelerinin üzerinde durduğu en önemli konu yatırımcı haklarının hiçbir zaman riske atılmaması, her zaman korunması

gerekliliğidir. Düzenleyici kurumların isteklerinin onaylanması, takip edilmesi ve uygulanabilmesi açısından yetkili otoriteler arasında net ve sistematik bir yaklaşımın tesis edilmiş olmasının da büyük önemi bulunmaktadır.

Notification Procedure / the Fund Pasaport

Bu öneri ile bir UCITS fonu, diğer bir üye ülkede fon paylarının satışı için kendi yetkili otoritesine, niyetini bildirmekte ve bildirim ile ilgili belgeleri tamamlamak zorundadır. Otorite, söz konusu başvurunun kontrolünü 1 ay içerisinde tamamladıktan sonra, dosyaları diğer ülkenin yetkili otoritesine göndermektedir. Ev sahibi otorite, UCITS fonuna gönderimin tarihini bildirdikten sonra fon payları diğer ülkede pazarlanabilmektedir. Fon paylarının satışı yapılan ülke, pazarlama faaliyetlerinin kendi ülke düzenlemelerine uygun yapılmasını kontrol etmektedir. Bu öneri ile özellikle sınır ötesi yapılan pazarlama faaliyetlerinde ve diğer yatırım ürünleri ile rekabet ortamının yaratılması esnasında ortaya çıkan sorunların çözülmesinde ilerleme sağlanmış olmaktadır.

Level playing field yaklaşımını gerçekleştirme maksadıyla; diğer perakende ürünler ile aynı şartlarda rekabet edebilmesi için fon endüstrisi temsilcilerinin yukarıda bahsedilen onay süresinin 3 gün ile sınırlandırılması önerisi, AB Komisyonu tarafından uygun bulunmamıştır.

Fund Mergers

Fon endüstrisinde tek pazar yaklaşımı altında AB Komisyonu, küçük ve verimsiz fonların çoğalmasını önlemek amacıyla fonların birleşmesi sırasındaki sınırları kaldırmayı teklif etmektedir. Bu öneri, yasal yapısına bakılmaksızın lokal ve sınır ötesi fonların birleşmesine imkan tanımaktadır. Bu durumda

yetkili otoritenin onayı zorunludur. Bu konuda önemli bir diğer husus ise fon yatırımcılarının azami %75'inin fonların birleşmesine onay vermesi gerekliliğidir. Söz konusu oran uygulamada bazı üye ülkeler arasında ulusal seviyede yatırımcıların tamamı olarak uygulanmaktadır.

Bu konuda sorun yaratan unsurlardan birisi de, birleşme durumunda sınır ötesi fonların farklı vergi kimliklerine sahip olması durumudur. AB Komisyonu, vergi mevzuatı hakkında Avrupa Yüksek Mahkemesi kararlarının, üye ülkeler arasında yaşanan tereddütlerin çözülmesinde yararlı olacağı görüşünü taşımaktadır. Ayrıca Komisyon, yatırımcılar için vergi kimliklerini kabul ederken ulusal vergi otoritelerini, özellikle sınır ötesi işlemlerde desteklemektedir.

Master-Feeder Structure/Pooling

Bu teklif, fazla sayıda yatırım fonunu barındıran bir yapının varlıklarını bir merkezi fon yapısında toplamasını ifade etmektedir. Küçük tutarlı yatırım fonları "feeder" olarak, merkezi yapı ise "master" olarak adlandırılmaktadır. Genel anlamda feeder ve master fonların aynı stratejiyi uyguluyor olması beklenmemelidir. Feeder fonu ya da fonlarının, portföyünün tamamıyla master fonuna yatırım yapması, küçülme yaşaması durumuna karşılık uygulamada mümkün değildir. Ayrıca feeder ve master fonları arasında olabilecek kur riskini ortadan kaldırmak amacıyla da bir miktar türev ürünü yatırımı da gereklidir. Dolayısıyla bahsedilen yatırımın, feeder fonu portföyünün %85 ila %100 arasında değişmesi öngörülmektedir. Böylece feeder fonunun yöneticisi, aktif bir portföy yönetimi yapmak yerine bu fonksiyonu master fonu yöneticisine devretmektedir. Bu yapı bir çok ülkede ulusal bazda başarıyla kullanılmaktadır. Benzer bir yapı Amerika'da 1990 yılından beri mevcut ve "hub and spoke" olarak adlandırılmaktadır.

Geniş bir uygulama alanını kapsaması sebebiyle, sektör temsilcilerinin desteğiyle söz konusu yapı UCITS IV paketinin içinde yerini almıştır. Söz konusu düzenleme yatırımcılar açısından maliyetlerin azalmasına ve fon getirilerinin yükselmesini sağlayarak ekonomik değer yaratılmasına imkan tanımaktadır.

Key Investment Information/Product Disclosure

Avrupa fon endüstrisini daha rekabetçi hale getirmek için sağlam bir mevzuat alt yapısına sahip olmak gerekmektedir. Mevcut uygulamada basitleştirilmiş iç tüzük (Simplified Prospectus) düzenlemesi bulunmakta, fakat uzunluk ve üye ülkelerin farklı uygulamaları sebebiyle tam anlamıyla başarılı olunamamaktadır. Uygulamada ortaya çıkan sorunları gidermek amacıyla, UCITS IV paketinde yeni bir yaklaşım (Key Investor Information) yerini almıştır. Bu sayede yatırımcılara, tercih yapmadan önce yatırım yapmayı planladığı fon ya da fonlar ile ilgili önemli bilgilerin sağlanması planlanmaktadır.

Bu belge, bir UCITS fonunun önemli özelliklerini kolay anlaşılabilir bir dilde yatırımcılara bildirmenin bir aracı olarak kullanılmaktadır. Bu sayede özellikle sınır ötesi dolaşımı olan fonlarda yatırımcıların iyi düşünerek karar almaları sağlanmaktadır. Üye ülkelerin tümünde aynı formatta üretilecek ve karşılaştırma olanağı yaratacak bu belgenin, bireysel yatırımcıların anlayacağı teknik olmayan bir dilde yatırımcılara sunulması düşünülmektedir.

Bu yeni belgenin, üye ülkeler nezdinde değiştirilmeyerek maksimum uyumu sağlaması beklenmektedir. Yeni düzenleme ile iki yeni konu başlığı da gündeme alınmıştır: Risk getiri göstergesi ve fonun gider rasyoları. Ayrıca bu belgenin bir UCITS fonunun yatırım amacı, politikası, hedefi, geçmiş performansı,

“ Uygulamada ortaya çıkan sorunları gidermek amacıyla, UCITS IV paketinde yeni bir yaklaşım (Key Investor Information) yerini almıştır. Bu sayede yatırımcılara, tercih yapmadan önce yatırım yapmayı planladığı fon ya da fonlar ile ilgili önemli bilgilerin sağlanması planlanmaktadır. ”

giderleri ve risk getiri profilini de içermesi beklenmektedir.

Supervision Cooperation

AB Komisyonu bu teklifi ile UCITS IV Direktifinin mevcut şartlarını güçlendirmeyi amaçlamaktadır. Bu maksatla yeni düzenlemeler ile birlikte,

- yetkili otoritelere eşit güç sağlanmakta,
- bilgi alışverişi ile ilgili mevcut mekanizmalar geliştirilmekte,
- sorgulama ve bilgi onayında oluşan mekanizmalar daha verimli uygulanmakta,
- direktif şartlarını ihlal durumunda oluşan kesin kurallar kabul edilmektedir.

İlk bakışta önerilen tedbirler, sınır ötesi fonların dolaşımı ile ilgili olarak denetim endişelerinin üstesinden gelmek için yeterli görünmektedir. Ayrıca yeni düzenleme ile günümüz finansal piyasalarının mevzuatıyla da denetim iş birliğinin koşulları modern hale getirilmektedir.

UCITS Pazarında Trendler

Net satışlar

UCITS fonlarında 2008 yılının ilk çeyreğinde 42 milyar euro, ikinci çeyreğinde 59 milyar euro, üçüncü çeyreğinde ise 92 milyar euro net çıkış yaşanmıştır. Böylelikle üçüncü çeyrek sonunda toplam net çıkışlar, 193 milyar euro seviyesine ulaşmıştır. Uzun zaman sonra ilk defa bir çeyrekte bu kadar büyük bir para çıkışı kayda geçmiştir. Para piyasası fonları haricinde tüm kategorilerde üçüncü çeyrekte net çıkışlar yaşanmıştır. Finansal piyasalarda yaşanan, görülmemiş yüksek dalgalanmalardan dolayı yatırımcılar riski düşük yatırım araçlarına yönelmişlerdir. Öte yandan istatistiklere göre, UCITS fonlarına yatırım yapan yatırımcıların yalnızca %3.5 fon paylarını iade etmişlerdir. Bu durum finansal piyasalarda yaşanan kargaşaya rağmen fon yatırımcılarının büyük kısmının varlıklarını tutmaya devam ettiğini göstermektedir.

2008 yılının üçüncü çeyreği sonunda yaşanan net çıkışların büyük kısmı Hisse Senedi, Bono ve Dengeli fonlarda sırasıyla 135, 103 ve 17 milyar euro olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan diğer kategorilerde net çıkışlar ya-

| UCITS fonları | Net Satışlar | | | (milyar Euro) |
|---------------|--------------|------------|------------|---------------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | TOPLAM |
| Hisse Senedi | -76 | -16 | -43 | -135 |
| Dengeli | -12 | 1 | -6 | -17 |
| Bono | -38 | -24 | -41 | -103 |
| Para Piyasası | 82 | -18 | 8 | 72 |
| Diğer | 2 | -2 | -10 | -10 |
| Toplam | -42 | -59 | -92 | -193 |

şanmasına rağmen, para piyasası fonlarında üçüncü çeyrek sonunda toplam 72 milyar euro net giriş yaşanmıştır. Diğer fonlarda ise aynı dönemde net çıkışlar 10 milyar euro seviyesinde olmuştur.

Toplam UCITS fonlarının %30'unun kurulu olduğu Lüksemburg'ta, yılın üçüncü çeyreği sonunda toplam 17 milyar euro net çıkış yaşanırken, en fazla net çıkışlar İtalya, İspanya ve Fransa'da sırasıyla 54, 42, 40 milyar euro seviyesinde gerçekleşmiştir.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

2008 yılının üçüncü çeyreği sonunda hisse senedi fonları, %31.8 ile en çok değer kaybeden kate-

gori olmuştur. Bu dönemde söz konusu fonların net aktif değeri 699 milyar euro azalmıştır. Hisse senedi fonlarını, bono ve dengeli fonlar takip etmiş, net varlık değerleri sırasıyla %14.4 ve %14 oranında gerilemiştir. Öte yandan para piyasaları fonlarının varlıkları, aynı dönemde %14.2 artmıştır.

Fon kategorilerinin 2005 yılından itibaren gelişimine bakıldığında, 2007 yılı sonuna kadar istikrarlı şekilde yükselen hisse senetleri fonları, 2008 yılında piyasaların aşağı yönlü trendinden son derece olumsuz etkilenmiştir. Benzer nitelikte azalmalar daha az oranlarda bono ve dengeli fonlarda yaşanmıştır. Para piyasası fonları ise aksine büyüme trendine devam etmiştir.

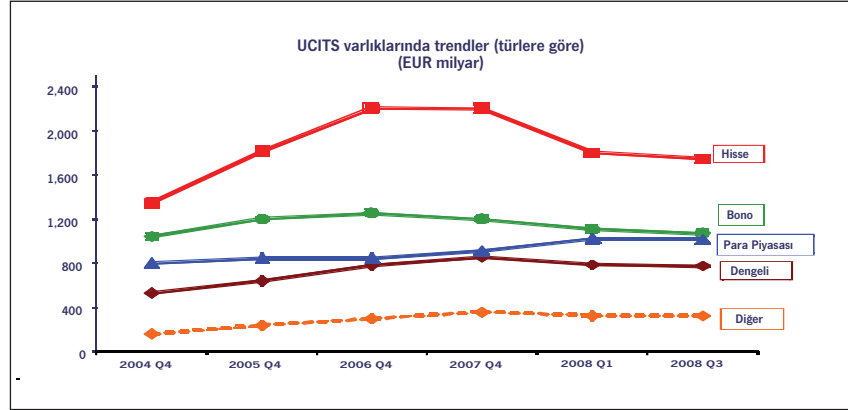
UCITS Kategorilere Göre Varlıklarının Dağılımı⁽¹⁾

| UCITS türleri | 30/09/2008 | | 30/06/2008 göre değişim | | 31/12/2007 göre değişim | |
|-----------------------------------|--------------|-------------|--------------------------|-------------|--------------------------|-------------|
| | EUR m | Pay | % değişim ⁽²⁾ | EUR m | % değişim ⁽³⁾ | EUR m |
| Hisse | 1,500 | 33% | -13.7% | -239 | -31.8% | -699 |
| Dengeli | 734 | 16% | -4.6% | -35 | -14.0% | -119 |
| Toplam | 2,234 | 49% | -10.9% | -274 | -26.8% | -819 |
| Bono | 1,025 | 22% | -3.6% | -38 | -14.4% | -172 |
| Fon Piyasası | 1,040 | 23% | 2.5% | 26 | -14.2% | 129 |
| Fonların Fonu ⁽⁴⁾ | 75 | 2% | -6.3% | -5 | -24.8% | -25 |
| Diğer | 228 | 5% | -7.0% | -17 | -9.8% | -25 |
| Tüm fonlar (İrlanda dahil) | 4,602 | 100% | -6.3% | -309 | -16.5% | -911 |
| | 5,181 | - | -6.4% | -356 | -15.9% | -979 |

(1) İrlanda verisi hariç; (2) Haziran 2008 - Eylül 2008; (3) Aralık 2007 - Eylül 2008; (4) Fransa, Lüksemburg, İtalya fonları hariç.

Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

2008 yılının üçüncü çeyreği sonunda UCITS fonlarının varlıkları %15.9 oranında azalırken, 6,160 milyon euro'dan 5,181 milyar euro ya gerilemiştir. Hisse senedi piyasalarındaki yüksek kayıplar, net aktif değerlerindeki azalmanın ana kaynağı olmuştur. Diğer taraftan non-UCITS fonlar aynı dönemde %4.9 küçülerek, 1,749 milyar euro seviyesinden, 1,663 milyar euro seviyesine gerilemiştir.



Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

| Üye Ülkeler | 30/09/2008 | | 30/06/2008 | | 31/12/2007 | |
|------------------------|------------------|---------------|------------------|--------------|------------------|---------------|
| | EUR m | Pay | EUR m | % değişim(1) | EUR m | % değişim(2) |
| Avusturya | 140,576 | 2.1% | 148,864 | -5.6% | 165,584 | -15.1% |
| Belçika ⁽³⁾ | 109,147 | 1.6% | 109,147 | - | 126,536 | - |
| Bugaristan | 237 | 0.0% | 300 | -21.1% | 436 | -45.6% |
| Çek Cumhuriyeti | 6,116 | 0.1% | 6,579 | 7.0% | 6,471 | -5.5% |
| Danimarka | 122,324 | 1.6% | 122,289 | -8.1% | 131,424 | -14.5% |
| Finlandiya | 50,559 | 0.7% | 55,877 | -9.5% | 66,000 | -23.4% |
| Fransa | 1,350,800 | 19.7% | 1,405,800 | -3.9% | 1,508,300 | -10.4% |
| Almanya | 964,606 | 14.1% | 982,947 | -1.9% | 1,041,869 | -7.4% |
| Yunanistan | 16,579 | 0.2% | 18,598 | -10.9% | 22,912 | -27.6% |
| Macaristan | 12,487 | 0.2% | 12,788 | -2.4% | 12,590 | -0.8% |
| İrlanda | 733,832 | 10.7% | 785,363 | -6.6% | 805,989 | -9.0% |
| İtalya | 282,530 | 4.1% | 301,975 | -6.4% | 357,947 | -21.1% |
| Liechtenstein | 18,162 | 0.3% | 20,162 | -9.9% | 20,399 | -11.0% |
| Lüksemburg | 1,796,696 | 26.3% | 1,902,092 | -5.5% | 2,059,395 | -12.8% |
| Hollanda | 71,689 | 1.0% | 78,455 | -8.6% | 90,951 | -21.2% |
| Norveç | 39,972 | 0.6% | 46,380 | -13.8% | 50,599 | -21.0% |
| Polonya | 25,189 | 0.4% | 28,524 | -11.7% | 37,558 | -32.9% |
| Portekiz | 28,387 | 0.4% | 31,288 | -9.3% | 36,212 | -21.6% |
| Romanya | 2,744 | 0.0% | 2,820 | -2.7% | 3,517 | -22.0% |
| Slovakya | 4,335 | 0.1% | 4,575 | -5.3% | 3,969 | 9.2% |
| Slovenya | 2,616 | 0.0% | 3,134 | -16.5% | 4,148 | -36.9% |
| İspanya | 224,887 | 3.3% | 239,973 | -6.3% | 278,796 | -19.3% |
| İsveç | 105,077 | 1.5% | 118,549 | -11.4% | 139,380 | -24.6% |
| İsviçre ⁽³⁾ | 159,021 | 2.3% | 153,549 | 3.6% | 168,895 | -5.8% |
| Türkiye | 16,286 | 0.2% | 15,051 | 8.2% | 18,108 | -10.1% |
| İngiltere | 569,135 | 8.3% | 637,862 | -10.8% | 751,346 | -24.3% |
| Tüm fonlar | 6,843,988 | 100.0% | 7,232,942 | -5.4% | 7,909,330 | -13.5% |
| UCITS varlıkları | 5,181,159 | 75.7% | 5,536,922 | -6.4% | 6,160,328 | -15.9% |
| Non-UCITS varlıkları | 1,662,829 | 32.1% | 1,696,020 | -2.0% | 1,749,002 | -4.9% |

(1) Haziran 2008 - Eylül 2008 karşılaştırması; (2) Aralık 2007- Eylül 2008 karşılaştırması; (3) Haziran 2008 Sonu.



Botan BERKER
Fitch Ratings Türkiye
Genel Müdürü

Fitch Ratings Portföy Yönetim Şirketi Derecelendirmesi

Derecelendirme en genel tanımı ile bir kuruluşun finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirip getiremeyeceği hakkında verilen bağımsız bir görüştür. Kredi derecelendirmesi riskin göreceli olarak sırasal gösterimidir ve temerrüt sıklığı veya kayıp tahmini değildir. Temerrüdün somut bir olay olmasına karşın derecelendirme bir görüştür. Derecelendirme, istatistiksel bir egzersiz olmayıp analitik muhakeme sonucu elde edilir. Prensipde derecelendirme süreci, derecelendirilen kuruluşun uzun vadeli finansal gücünün değerlendirilmesine odaklanır ve hem kamuya açık hem de sadece derecelendirme kuruluşuna verilen açıklanmamış bilgilerin kullanılması ile oluşturulur. Derecelendirmenin kredi riskinin sıralandırılmasını ifade etmesi nedeni ile tam ve gerçekçi yapılabilmesi için karşılaştırmalı olması gerekir. Karşılaştırma-

da uluslararası benzer şirketler risk derecelerine göre birbirleri ile kıyaslanırlar.

Derecelendirmeler zaman içinde tek bir andaki durumu yansıtmazlar fakat bir süreklilik içerdikleri için dinamiklerdir. Dinamik olması, devamlı olarak gözden geçirilmelerini ve derecelendirilen kuruluşta meydana gelen her türlü değişikliğin rating notlarına faktör edilmesini gerektirir. Rating sonuçları tamamlandıktan sonra yatırımcılara basın ve internet aracılığı ile duyurulur. Bir kez açıklandıktan sonra rating kamu malı haline gelir ve her türlü gelişme ve değişiklik kamuoyu önünde çok şeffaf olarak yapılır. Rating kuruluşlarının hayatiyeti, derecelendirmelerinin ne kadar geniş bir yatırımcı kitlesi tarafından kabul görmesine bağlıdır. Bu nedenle derecelendirmelerin bağımsız, şeffaf ve güvenilir olması gerekmektedir.

Derecelendirme sürecinde derece-

lendirilen şirketin faaliyet alanına göre farklı metodolojiler kullanılmaktadır. Örneğin bir banka derecelendiriliyorsa, banka derecelendirme metodolojisi, belediye veya bir kamu kuruluşu derecelendiriliyorsa kamu sektörü derecelendirme metodolojisi kullanılır. Metodolojiler ihraç edilen borç enstrümanına göre de farklılıklar gösterir. Varlığa dayalı menkul kıymet metodolojileri örneğin gelecekte akımlara dayalı tahvillerin derecelendirilmesi ile mevcut varlıklara dayalı tahvillerin derecelendirilmesi arasında farklılık gösterir.

Bu çerçevede portföy yönetim şirketlerinin derecelendirme metodolojisi de sektöre has özellikler taşımaktadır. Portföy yönetim şirketi derecelendirmesi, yükümlülüklerin zamanında ve tam olarak yerine getirilmesi hakkında verilen bir görüş değildir fakat yatırımcılara bu şirketlerin yönetimleri altındaki fonları yönetebilme kabiliyetleri hakkında verilen bir görüştür.

Halen Fitch Ratings'in kullandığı Portföy Yönetim Şirketi Derecelendirme Metodolojisi, Fitch'in bir yatırım yönetimi kuruluşunu tarif eden ana özellikler olarak tanımladığı beş ayrı kategoride sınıflandırılmış olan faktörler ile kalitatif bir değerlendirme yapmaya uygun bir sistematik çerçeveyi belirlemektedir. Söz konusu kategoriler; şirket ve personel, risk yönetimi ve kontroller, portföy yönetimi, yatırım yönetimi ve kullanılan teknolojiler olmak üzere sıralandırılabilir.

Genel olarak derecelendirmenin tarihi hemen hemen yüz yıllık bir geçmişe dayanmaktaysa da, portföy yönetim şirketlerinin derecelendirilmesi 1990larda başlamıştır. Yatırım yönetimi endüstrisindeki gelişmeler paralelinde söz konusu metodoloji, devamlı surette gözden geçirilmiş olup tutarlı bir şekilde gerekli adaptasyonlar yapılmıştır. Portföy yönetim şirketi derecelendirmesi, şirket yöneticilerinden elde edilen bilgiler ile Fitch'in güvenilir olduğuna inandığı kamuya açık bilgilere ve derecelendirilen organizasyonlarda yapılan sürekli gözden geçirmelere dayanır. Fitch derecelendirme sonuçlarını varlık yönetimi derecelendirme skalası üzerinden açıklamaktadır.

Derecelendirmeler "M1" den "M5" e kadar değişen beş kademeli ölçekte yapılır ve 'M1' en yüksek derecedir. Fitch, ayrıca derecelendirmeleri elde edilen puanlara göre artı (+) ve eksi (-) şeklinde de değerlendirebilir. Derecelendirmeler ölçek, yatırım ürününün sundukları ve iş stratejisi açısından eş gruplar arasında yapılan karşılaştırmalı değerlendirmeler esas alınarak belirlenir. Derecelendirme faktörleri arasında her bir gücün ve zorluğun bileşimi değişebilir ancak birleşik esasa göre aynı derecelendirme sonucunu verir. Fitch yıl boyunca, güvenilir kaynaklardan, Fitch denetim verilerinden ve varlık yöneticisi tarafından sunulan düzenli güncellemelerden elde ettiği bilgilere göre veya yönetici tarafından sunulan bilgi eksikliğinden dolayı herhangi bir zamanda bir şirketin kredi derecelerini değiştirebilir veya geri çekebilir.

Fitch Varlık Yönetimi Kredi Derecelendirme Not Tanımları

'M1' – Üstün

Sektördeki en iyi uygulama ve en yüksek standart göstergelerini aşan şirketlerdir. Uzun yıllara dayanan performans tarihçesi, güçlü mali kaynaklar ve istikrarlı sahiplik yapısı, ana hissedardan faaliyet bağımsızlığı, kapsamlı müşteri ilişkileri altyapısı, net biçimde yapılandırılmış yatırım süreci, risk yönetimine ilişkin sağlam idari ve uygulama altyapısı, deneyimli ve istikrarlı yönetim kadrosu, risk yönetimine dönük güçlü ve esnek organizasyonel destek yapısı şirketlerin temel özellikleridir.

'M2' – Güçlü

Sektördeki standart uygulama göstergelerine ulaşarak çeşitli alanlarda uygulamalarıyla öne çıkan şirketlere verilir. Yönetim deneyimi ile birleşmiş sağlıklı geçmiş, sağlam piyasa pozisyonu, güçlü mali kaynaklar ve istikrarlı sahiplik yapısı, ana hissedarlardan faaliyet bağımsızlığı, kapsamlı müşteri ilişkileri alt yapısı, net biçimde yapılandırılmış yatırım süreci, risk yönetimine ilişkin sağlam idari ve uygulama altyapısı, deneyimli ve istikrarlı yönetim kadrosu, şirketlerin temel özellikleridir.

'M3' – İyi/Yeterli

Kurumsal yatırım sektörü standartlarına sahip şirketlere verilir. Yönetim deneyimi ile birleşmiş sağlıklı geçmiş, sağlam piyasa pozisyonu, güçlü mali kaynaklar ve istikrarlı sahiplik yapısı, ana hissedarlardan faaliyet bağımsızlığı, kapsamlı müşteri ilişkileri alt yapısı, net biçimde yapılandırılmış yatırım süreci ve risk yönetimine ilişkin alt yapı aranan özelliklerdir.

'M4' –Gerekli Yeterliliklere Sahip

Bu kategoride derecelendirilmiş şirketler kurumsal yatırım sektöründeki belirli uygulama standartlarını tutturmakla birlikte Fitch şirket faaliyetlerinin kimi boyutlarına ilişkin endişeler taşımakta ancak bu endişeler M5 ka-

tegorisindeki kadar ağırlık kazanmamaktadır.

'M5'- Yetersiz

Kurumsal yatırım sektöründeki minimum standartları sağlamaktan uzak kalan şirketlerdir. Fitch, şirketin faaliyetlerinin çeşitli boyutlarındaki yetersizliklerle ilgili olarak endişe taşımaktadır.

Ulusal Varlık Yöneticisi Kredi Derecelendirmeleri

Finansal pazarların global gelişimi ile varlık yönetimi endüstrileri için uluslararası standartlar daha fazla benimsenmektedir. Ancak bazı pazarlarda ülkeye özgü benzer gruplar arasında nispi bir karşılaştırma yapmak gerekmektedir. Bu nedenle Fitch, bazı kredi derecelendirme kriterleri için uluslararası standartlarla karşılaştırmanın daha az uygun olduğu veya hatta ilgisiz olduğu ülkelerde faaliyet gösteren varlık yönetimi şirketlerini Ulusal Varlık Yöneticileri Kredi Derecelendirmesi ile değerlendirir. Değerlendirme kriterleri yerel pazara özgü uygulamalar ve/veya çevresel veya yasal farklılıklar esas alınarak değiştirilir veya düzeltilir. Fitch tarafından ulusal esasa dayanarak değerlendirilecek hususlar aşağıda verilmiştir.

- Şirketin mali durumu
- Şirketin deneyimi
- Personel deneyimi
- Alım-satım
- Raporlama
- Nakit ve döviz kuru yönetimi
- Teknoloji

İlgili ülke için özel bir tanımlayıcı eklenerek belirtilen Ulusal Varlık Yöneticisi Kredi Derecelendirmeleri, bu nedenle sadece aynı ülkede atanan Ulusal Varlık Yöneticisi Kredi Derecelendirmeleri ile karşılaştırılabilir. Ocak 2007 'den beri Fitch, Türkiye, Çin, Fas ve Brezilya'da Ulusal Varlık Yöneticisi Kredi Derecelendirme notu vermektedir. Türkiye'de halen Ata Portföy Yönetim A.Ş. ve Yapı Kredi Portföy A.Ş. ulusal skalada varlık yönetimi kredi derecelendirme notu almaktadır.

TKYD'DEN 2008

ETKİNLİKLER

Konferans

28 Mart 2008 tarihinde Koç Üniversitesi İşletme Enstitüsü ve TKYD ev sahipliğinde Hyatt Regency Otel'de "Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar" konulu bir konferans yapılmıştır. Serbest Fonlar ve Garantili-Korumalı Fonların dünyadaki gelişimi ve Türkiye uygulamalarını içeren konferansımıza ABD ve Avrupa'dan yabancı panelistler katılmıştır. Yaklaşık 200 kişinin katılımı ile gerçekleşen Konferansın açılış konuşmasını SPK Başkanı Doç.Dr.Turan Erol yapmıştır.

Arama Toplantısı

7-8 Haziran tarihlerinde Oğuz Babüroğlu moderatörlüğünde SPK ve Maliye yetkilerinin katılımıyla Antalya Sheraton Hotel'de Arama Toplantısı yapılmıştır. Toplantıda sektör sorunları masaya yatırılmış ve kamu otoritesi ile sektörün beklentileri paylaşılmış, yıl içinde de burada ele alınan konular üzerinde Dernek Yönetimimiz ve Çalışma Komitelerimiz faaliyetlerde bulunmuşlardı.



Yeni Yıl Kokteyli

TKYD 18 Aralık'ta Bebek Kitchenette yaptığı yeni yıl kokteyli ile üyelerini bir araya getirmiştir. TKYD Başkanı Gür Çağdaş Derneğin 2008 faaliyetleri ve 2009 beklentileri ile yatırım fonu sektörünün 2008 değerlendirmesini üyelerimiz ve basın mensupları ile paylaşmıştır.

DERNEK FAALİYETLERİ

Sektörel Yayınımız

"Kurumsal Yatırımcı"

TKYD, hem Derneğin tanıtımını hem de yatırım fonları sektöründeki gelişmelerin yakından takip edilebilmesi amacıyla Nisan 2008'den bu yana 3 ayda bir 'Kurumsal Yatırımcı' adında sektörel bir dergi çıkartmaktadır.



Kolektif yatırım araçları sektörü ve finans sektöründeki gelişmelerin ele alındığı dergide, finans sektörümüzün önde gelen kamu otoritelerine, borsa başkanlarına, ekonomist ve stratejistlere, fon yöneticilerine ve kurum üst düzey yöneticilerine yer veriliyor. EFAMA (Avrupa Yatırım Fonları Birliği) çalışmaları, fon dünyasından haberler, yerli ve yabancı kitap özetlerinden oluşan yatırımcı kitaplığı ve sektör verilerinde yer aldığı dergi, sektör ve finans çalışanları dışında, kamu kurumlarına ve üniversitelere de ulaştırılıyor.

Aylık Fon Bülteni

TKYD, menkul kıymet yatırım fonları, bireysel emeklilik fonları, Dünya-Avrupa yatırım fonları ve TKYD faaliyetlerini kapsayan fon bülteni hazırlayarak, web sayfasında (www.tkyd.org.tr) aylık olarak yayınlamaktadır.

EFAMA VE IIFA

TKYD, EFAMA ve IIFA üyelikleri vasıtasıyla yurt dışı faaliyetlerde bulunmaktadır. Çeyrek dönemlerde hazırlanan istatistik verileri ve yıllık hazırlanan sektörel raporlarla dünya ve Avrupa fon endüstrisi istatistiklerinde yerini almaktadır. Ayrıca bu kurumların düzenledikleri konferans ve Genel Kurullarda Derneğimiz Yönetimi katılımında bulunmakta, böylelikle hem sektörümüz uluslar arası alanda temsil edilmekte, hem de endüstrinin ön-de gelen yöneticileri ile ilişkiler geliştirilmektedir.

Kamu Otoritesi ile ilişkiler

Derneğimiz Yönetimi, Sermaye Piyasası Kurulu ve Maliye Bakanlığı nezdinde önemli bir konuma gelmiş olup, sektör ve ilgili devlet kuruluşları arasında köprü vazifesi görmektedir. TKYD'den gelen sektör görüş ve önerilerine önem verilmekte, bu nedenle hazırlanmakta olan her yeni düzenleme için başta SPK olmak üzere, ilgili diğer resmi kuruluşlar tarafından (Maliye Bakanlığı, Gelirler Genel Müdürlüğü, Hazine Müsteşarlığı vb..) derneğimizden görüş istenmektedir.

TKYD Yönetimimiz sektörün vergi ile ilgili sorunlarına ilişkin olarak ta Maliye Bakanlığı Gelir İdaresi Başkanlığı ile görüş paylaşımında bulunmaktadır. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının BSMV mükel-

lefiyetliğine ilişkin sorunların çözümü konusunda sektör görüşlerini 2008 yılında da dile getirmiş, bu konuda kamu otoritesi ile bir araya gelmiştir. Yatırım Ortaklıklarının BSMV yükümlülüklerine ilişkin Gelir İdaresi Başkanlığı ile TKYD yönetiminin yürüttüğü başarılı görüşmelerin neticesinde 2003-2007 yıllarına ilişkin bir uzlaşmaya varılmıştır. Önümüzdeki dönemde de Yatırım Ortaklıklarında BSMV yükümlülüğünün kaldırılmasına ilişkin kanun değişikliği için de kamu otoritesi çalışmalarını yapmaktadır.

2008 yılı başından itibaren aktif olarak çalışmalar yapan TKYD komiteleri, sektörü ilgilendiren vergi düzenlemeleri, yatırım fonlarının sınıflandırması, eğitim ve anket çalışmalarına ilişkin konularda değerlendirmeler yapılarak, çalışmalardan SPK yetkilileri de bilgilendirilmiştir.

TKYD Yönetim Kurulu Üyelerimiz Eylül 2008'de Devlet Bakanı ve Başbakan Yardımcısı Nazım Ekren'i de ziyaret ederek sektörün tanıtımının yanı sıra sektör beklentilerini de dile getirme fırsatı bulmuştur.

EFAMA'nın 2008 Genel Kurul Toplantısı Haziran ayında Roma'da, IIFA'in 22.Genel Kurul Toplantısı Ekim 2008'de Kanada'da yapılmıştır.



TKYD ÇALIŞMA KOMİTELERİ

Derneğin faaliyetleri 2007 yılında kurulan TKYD Çalışma Komiteleri ile desteklenmektedir. Başkanlığını Yönetim Kurulu üyelerinin yaptığı ve sektör temsilcilerinden oluşan 6 adet çalışma komitesi, kolektif yatırım araçları sektöründeki mevcut eksiklikler ve yapılması gerekenler ile geleceğe yönelik düzenlemeler konusunda çalışmalarda bulunmaktadır. Çalışma Komitelerinin hemen hemen her ay grup içi yaptıkları çalışmalar, grup başkanları tarafından Yönetim Kurulu Toplantılarında, diğer Yönetim Kurulu üyeleri ile paylaşmakta ve onaylanmaktadır.

Komitelerin çalışma şekli EFAMA'da oluşturulan Çalışma Komitelerine benzer bir şekilde tasarlanmıştır. EFAMA'daki komiteler sektör ihtiyaçlarının ve beklentilerinin Avrupa Parlamentosu'na ulaştırılmasına öncülük etmekte ve gerekli çalışmaları hükümetler nezdinde yapılmasına olanak sağlamaktadırlar. Bizde de benzer şekilde komitelerimizin çalışmaları kamu otoriteleri ile paylaşmakta ve başarılı sonuçlar alınmaktadır.

Komite çalışmalarıyla TKYD'nin sektör içerisinde daha aktif bir rol alacağını ve tanınırlığının artacağını düşünmekteyiz.

1. TKYD Vergi ve Mevzuat Komitesi

Başkan: Didem Gordon (TKYD Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı ve Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü)

Mevzuat Komitesi Başkanı: Emine Sebilcioğlu (TKYD Üyesi ve Fortis Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı)

Vergi Komitesi Başkanı: Hüseyin Ergin (TKYD Vergi Danışmanı ve Sigma Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. - Yeminli Mali Müşavir)

TKYD Vergi ve Mevzuat Çalışma Komitesi'nin görevi; vergi ve mevzuat ile ilgili değişiklik ve düzenlemelerde Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Maliye Bakanlığı ile işbirliği içinde hareket ederek sektör ile ilgili kurumlarda önemli bir köprü görevini yerine getirmek, vergi teşvikleri, yerli kurumsal yatırımcının özendirilmesi gibi birçok konuda kamu otoriteleri ile ilişkilerin daha ileri düzeyde olmasını sağlamak ve sektörün gelişmesine yardımcı olabilecek tüm düzenlemelerde daha etkin olmak için çalışmalar yapmaktır. Komite mevzuat ve vergi konularının daha kapsamlı bir şekilde ele alınabilmesi amacıyla Vergi Komitesi ve Mevzuat Komitesi olarak iki ayrı grup olarak çalışmaktadır. Vergi Komitesi tarafından yapılan çalışmalar, Yatırım Ortaklıklarının BSMV yükümlülüklerine ilişkin Gelir İda-

resi Başkanlığı ile TKYD yönetiminin yürüttüğü görüşmelerle 2003-2007 yıllarına ilişkin bir uzlaşmaya varılarak neticelendirilmiştir.

2. TKYD Sınıflandırma ve Derecelendirme Komitesi

Başkan: Celal Reyhan (TKYD Yönetim Kurulu Üyesi ve Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü)

Başkan Yardımcısı: Meltem Karasu (TKYD Yönetim Kurulu Üyesi ve ING Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı)

TKYD Sınıflandırma-Derecelendirme Çalışma Komitesi'nin görevi; kolektif yatırım araçlarının sınıflandırma ve derecelendirme yöntemlerinin belirlenmesi hakkında çalışmalar yapmak ve çalışma tamamlandığında SPK ve diğer kamu otoriteleri ile paylaşarak görüşlerini almaktır. TKYD Sınıflandırma-Derecelendirme Çalışma Grubu tarafından hazırlanan kolektif yatırım araçlarının (yatırım fonları, bireysel emeklilik fonları, borsa yatırım fonları (ETF), yatırım ortaklıkları, alternatif ve yapılandırılmış fonlar) doğru sınıflandırılması ile ilgili yapılan çalışma 5 Mart 2008 tarihinde SPK'ya gönderilmiştir. Takiben, yatırım araçlarının global standartlarda derecelendirilmelerine ilişkin çalışmalara başlanacaktır.

SPK yetkilileri ile yapılan görüşmeler TKYD Yönetimi'nin aldığı prensip kararı ve sektör temsilcilerimizle sağlanan mutabakat kapsamında, Kolektif Yatırım Araçlarının Sınıflandırılması ile ilgili mevzuat hazırlıklarına yön verebilmesi amacıyla sektör genelinde fon kategorizasyonu çalışmaları 2009 yılı başından itibaren hızlandırılacaktır.

3. TKYD Endeks Komitesi

Başkan: İlhami Koç (TKYD Yönetim Kurulu Üyesi ve İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü)

Başkan Yardımcısı: Hülya Demirözen Çelik (TKYD Üyesi ve Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı)

Son yıllarda dünyadaki gelişmelere paralel olarak ülkemizde de endekse dayalı finansal ürünlerin geliştirilmesi hız kazanmıştır. Değişik nedenlerle İMKB endekslerinin sektörün ihtiyaçlarını karşılayamaması nedeniyle, TKYD tarafından da endeksler oluşturulmuş ve sektör genelinde performans kriteri olarak kullanılmaktadır. TKYD Endeks Çalışma Komitesi'nin görevi, mevcut TKYD endekslerinin tekrar gözden geçirilerek revize edilmesi, mevcut endekslerdeki sorunların giderilerek sektörün daha verimli kullanılmasının sağlanması ve sektör ihtiyaçları doğrultusunda yeni endeksler geliştirilmesi çalışmaları yapmaktır.

4. TKYD İletişim Komitesi

Başkan: Ömer Yenidoğan (TKYD Denetim Kurulu Üyesi ve TEB Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü)
Başkan Yardımcısı: Gökhan Güven (TKYD Üyesi)

TKYD'nin ve Kolektif Yatırım Araçları Sektörünün bilinirliğinin artırılması, sektörün gelişimi ve kurumsal yatırımcı tabanının genişletilmesine yönelik yapılacak çalışmaların belirlenmesi ve tanıtım faaliyetleri komitenin başlıca hedefleri arasındadır. Komite, TKYD tarafından düzenlenecek olan konferanslar, seminerler ve televizyon programlarının belirlenmesi konusunda da çalışmalar yapmakta, sektör içi sosyal etkinliklerin yapılmasına öncülük etmektedir.

5. TKYD Eğitim ve İK Komitesi

Başkan: Murat Ögel
(TKYD Denetim Kurulu Üyesi ve Finans Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı)

TKYD Eğitim ve İK Çalışma Komitesi'nin görevi, hem Derneğin tanıtımı, hem de fon sektörünün tanıtımı konusunda kısa ve orta vadeli çalışmalar yapmak ve projeler hazırlamaktır. TKYD tarafından düzenlenen seminerler ve konferansların yapılmasında İletişim Komitesi ile birlikte çalışmalar yapılmaktadır. Sektör çalışanlarına ve sektörel verilere ilişkin anketlerin düzenlenmesi, üniversitelerde kariyer günlerine katılarak hem sektör tanıtımının yapılması, hem de üniversite öğrencilerine staj imkanı sağlamaya yönelik faaliyetler de komitenin görevleri arasındadır. TKYD'nin EGD ile ortaklaşa düzenlemesi planlanan Gazetecilere Eğitim Toplantısının yılın ilk aylarında gerçekleşmesi beklenmektedir.

6. TKYD Strateji ve Araştırma Komitesi

Başkan: Cem Yalçinkaya (TKYD Yönetim Kurulu Üyesi ve Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü)

Kolektif Yatırım Araçlarının tanıtımı ve gelişimini, kurumsal yatırımcı tabanının genişletilmesini misyon edinen TKYD, sektör ve finansal piyasalara yönelik bazı çalışmaların yürütülmesinde kamu otoritesi tarafından ilgili Sivil Toplum Kuruluşlarından biri olarak görevlendirilmiştir. Komite, bu kapsamda haftalık sektörel raporların hazırlanmasında öncülük edecektir.

Bu çalışmaların yanı sıra, DPT tarafından hazırlanan Türkiye 2009-2011 Orta Vadeli Programı çerçevesinde de bazı stratejik raporların hazırlanmasında Derneğimize yeni misyon ve görevler yüklenmiştir. Strateji ve Araştırma Komitesi bu konuda da çalışmalar yapacaktır.

2009 Yılı Planları

2009 yılında da misyonumuz ve hedeflerimiz doğrultusunda sektör beklentilerine yönelik olarak çalışmalarımız devam edecektir. Kamu otoritelerimizle yapılan karşılıklı paylaşımlar neticesinde sektörün yeniden yapılandırılmasına yönelik çalışmaların (bunların başında yatırım fonlarının sınıflandırılmasına ilişkin çalışmalar ve vergi/mevzuata yönelik sektör çalışmaları gelmekte) dikkate alınması için Dernek faaliyetleri etkin bir şekilde sürdürülecektir.

Eğitimler ve Konferanslarımız 2009 yılı içinde devam edecek, Yatırım Fonları Sınıflandırılmasına yönelik çalışmalar da önümüzdeki dönemde sektöre yeni açılımlar getirecektir.

EFAMA ile olan kurumsal bağlantımız, sektörümüzün AB ile uyumlu bir endüstri haline gelmesinde büyük önem taşımaktadır.

YATIRIM FONLARI

Yatırım fonları verilerine baktığımızda Aralık 2008'de toplam net aktif değer geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 10 daralarak 23.7 milyar TL'ye gerilemiştir. (Geçen yılın aynı döneminde 26.4 milyar TL). Ancak yatırımcı sayısına baktığımızda yatırım fonlarında toplam yatırımcı sayısı Aralık 2008'de, 2007 Aralık'a göre 200.763 kişi artışla 3.199.291 kişiye ulaşmıştır.

Emeklilik fonlarında ise piyasalardaki tüm olumsuzluklara rağmen büyüme 2008'de de devam etmiştir. 2008 yılı Aralık ayında Aralık 2007'ye göre yüzde 38 büyüyerek 6.3 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. Aynı dönemde emeklilik fonlarında toplam katılımcı sayısı da yüzde 19 artarak 1.741.552 kişiye ulaşmıştır. Bu rakamlar, doğru yapılandırıldığı takdirde gelişmenin nasıl pozitif sonuçlara ulaştığını da bize net bir şekilde gösteriyor. Emeklilik fonları mevzuatının ayrı bir yasa ile belirlenmiş olması sektörün büyümesinde önemli rol oynamıştır.

2008 Yıl Sonu İtibariyle Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Derleyen: Yunus Kaya, Gedik Yatırım Araştırma Uzmanı

İMKB'de 34 MKYO işlem görmektedir. 2007 yılında gerçekleştirilen iki halka arzın ardından, 2008 yılında piyasaların bozulması ile sadece ETYAT'ın (Euro Trend Yatırım Ortaklığı) 3.7 milyon dolarlık halka arzı gerçekleşmiştir. Oysa 2005 yılında üç olan halka arz sayısı 2006 yılında altı'ya çıkmıştı.

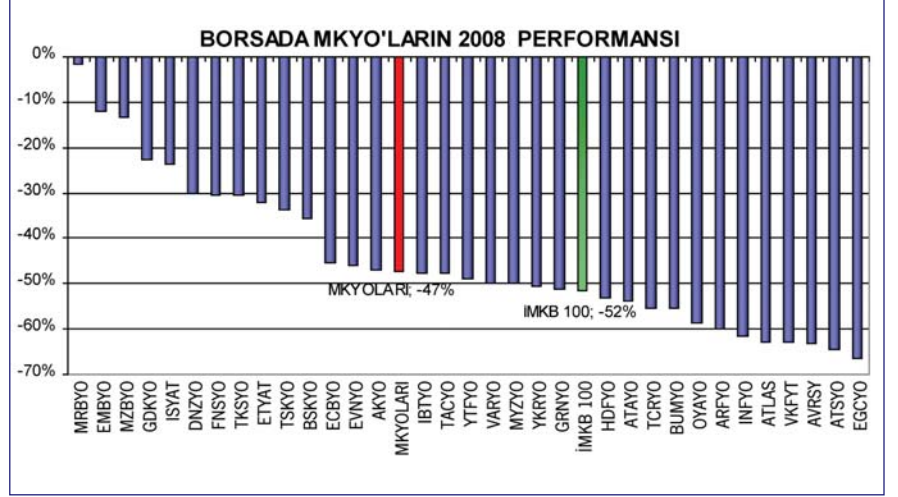
2005 yılında 26 şirket ile 498.6 milyon TL toplam büyüklüğe sahip olan MKYO'ları, 2006 yılı sonunda 31 şirket ile 543.3 milyon TL'ye, 2007 yılı sonunda 33 şirket ile 688.6 milyon TL toplam büyüklüğe ulaşmıştı. 2008 yılında MKYO'larının büyüklüğü 549.8 milyon TL'ye gerilemiştir. 1.52 dolar kuru ile bu rakam 361 milyon dolara karşılık gelmektedir. Oysa 2007 sonunda dolar bazında büyüklük 560 milyon dolar seviyesinde bulunmaktaydı.

2005 yıl sonunda % 2.1 iskontolu işlem gören MKYO'ları, 2006 yıl sonunda % 26.4, 2007 yılı sonunda % 37.7 iskontolu işlem görmekteydi. 2008 yılı sonunda iskonto oranı % 58.0'e yükselmiştir. MKYO'larının prim/iskonto oranlarına bakıldığında 2008 yıl sonu itibariyle iki yatırım ortaklığının primli işlem gördüğü, diğer tüm MKYO'nun iskontolu işlem görmeye devam ettikleri anlaşılmaktadır.

MKYO'larında 2008 Yılı Sermaye ve Temettü Hareketleri

| MKYO | Önceki Sermaye | Bedelli Sermaye | Bedelsiz | | Cari Sermaye | Nakit Temettü |
|---------------|----------------|-----------------|-----------------|--------------|----------------|---------------|
| | | | İç Kaynaklardan | Temettüden | | |
| AKYO | 18,000 | 0 | 0 | 0 | 18,000 | 5,400 |
| ARFYO | 20,400 | 0 | 0 | 1,868 | 22,268 | |
| ATAYO | 7,946 | 0 | 0 | 0 | 7,946 | |
| ATLAS | 3,432 | 0 | 0 | 0 | 3,432 | 173 |
| ATSYO | 6,000 | 0 | 0 | 0 | 6,000 | 600 |
| AVRSY | 6,000 | 0 | 0 | 0 | 6,000 | 0 |
| BSKYO | 4,476 | 0 | 0 | 0 | 4,476 | 0 |
| BUMYO | 6,000 | 0 | 0 | 0 | 6,000 | 651 |
| DNZYO | 14,985 | 0 | 0 | 0 | 14,985 | 4,041 |
| ECBYO | 14,000 | 0 | 0 | 0 | 14,000 | 1,400 |
| EGCYO | 17,000 | 0 | 0 | 0 | 17,000 | 0 |
| EMBYO | 8,940 | 0 | 0 | 0 | 8,940 | 0 |
| ETYAT | 5,000 | 0 | 0 | 0 | 5,000 | 0 |
| EVNYO | 2,500 | 0 | 0 | 0 | 2,500 | 75 |
| FNSYO | 15,000 | 0 | 0 | 3,000 | 18,000 | 0 |
| GDKYO | 6,930 | 0 | 0 | 0 | 6,930 | 693 |
| GRNYO | 18,750 | 0 | 3,263 | 938 | 22,950 | 0 |
| HDFYO | 4,250 | 0 | 0 | 0 | 4,250 | 0 |
| IBTYO | 5,000 | 0 | 0 | 0 | 5,000 | 395 |
| INFYO | 4,500 | 0 | 0 | 0 | 4,500 | 0 |
| ISYAT | 39,375 | 0 | 95,288 | 0 | 134,663 | 15,75 |
| METYO | 3,000 | 0 | 0 | 0 | 3,000 | 0 |
| MRBYO | 3,000 | 0 | 0 | 0 | 3,000 | 300 |
| MYZYO | 5,000 | 0 | 0 | 0 | 5,000 | 200 |
| MZBYO | 3,000 | 0 | 0 | 0 | 3,000 | 0 |
| OYAYO | 10,000 | 0 | 0 | 0 | 10,000 | 0 |
| TACYO | 1,995 | 0 | 969 | 636 | 3,600 | 1,388 |
| TCRYO | 5,000 | 0 | 0 | 0 | 5,000 | 0 |
| TKSYO | 2,700 | 0 | 0 | 0 | 2,700 | 0 |
| TSKYO | 18,000 | 0 | 0 | 0 | 18,000 | 900 |
| VARYO | 6,000 | 3,027 | 0 | 0 | 9,027 | 346 |
| VKFYT | 5,000 | 2,500 | 0 | 0 | 7,500 | 543 |
| YKRYO | 31,425 | 0 | 0 | 0 | 31,425 | 0 |
| YTFYO | 10,000 | 0 | 0 | 0 | 10,000 | 0 |
| TOPLAM | 332,604 | 5,527 | 99,519 | 6,442 | 444,091 | 32,85 |

“ Borsada işlem gören MKYO'nın tümü 2008 yılında borsada değer kaybettiler. Ancak İMKB Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi yıl boyunca % 47 değer kaybederken, % 52 değer kaybeden İMKB 100 endeksine göre daha iyi performans göstermiştir.



sermaye artışı ile mali yapılarını güçlendirme yoluna gitmişti.

runu 2009 yılına taşımazken, bazı MKYO'larının mahkeme süreçleri devam etmektedir.

İMKB'deki Yatırım Ortaklıklarının sermayeleri toplamı 2007 yıl sonuna göre % 34 artarak 444.1 milyon TL seviyesine yükselmiştir. Kriz ortamı ve hisse fiyatlarının nominal değerinin altına düşmesi nedeniyle bedelli sermaye artışı yapabilen şirket sayısı sadece iki (Varlık MKYO ve Vakıf MKYO) olmuştur. Oysa 2006 yılında, 15 şirket yaptıkları toplam 52.7 milyon TL, 2007 yılında beş şirket yaptıkları toplam 23.6 milyon TL bedelli

2007 yılı içerisinde Maliye Bakanlığı, yatırım ortaklıklarının Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV) kapsamına alınmasına karar vermişti. Maliye Bakanlığı Gelir İdaresi Başkanlığı'nın, BSMV'ye ilişkin Yatırım Ortaklıkları nezdinde 2003-2007 dönemini kapsayacak şekilde başlattığı vergi incelemesi 2008 yılı boyunca MKYO'larını meşgul etti. Ancak maliye ile uzlaşmaya varan Yatırım Ortaklıkları yılın sonlarına doğru ardı ardına ödemelerde bulunarak bu so-

MKYO'larının 2006 yılında % 14 artan toplam değeri, 2007 yılında % 21 artmıştı. 2008 yılında ise 5.507 bin TL bedelli sermaye girişi ve 32.855 bin TL nakit temettü ödemeleri dikkate alınmadığında % 16.8'lik gerileme yaşandığı ortaya çıkmaktadır. Yıl içerisinde halka açılan ETİYAT hariç tutulduğunda ikisi B Tipi olmak üzere yalnızca üç MKYO'nun toplam değerini artırmayı başardığı görülmektedir.



2006 yılında % 2 gerileyen İMKB 100 endeksi nedeniyle fazla kazançlı çıkamayan MKYO'ları 2007 yılında toplam 11.7 milyon TL nakit temettü dağıtırken, 2007 yılında %42 değer kazanan İMKB 100 endeksi nedeniyle kârlılığı artan MKYO'ları 2008 yılı içerisinde 32.8 milyon TL nakit temettü dağıttılar.

Yaklaşık 550 milyon TL toplam değere sahip 34 MKYO'nun portföy dağılımına bakıldığında; portföy toplamının % 35.4'ünün hisse senedinde, % 41.0'inin DİBS'de, % 22.3'ünün ters repo olarak değerlendirildiği gözükmektedir. 2007 sonunda ise port-

YATIRIM ORTAKLIKLARI

föy toplamının % 42.4'ü hisse senesinde, % 34.6'sı DİBS'de, % 22.2'si ters repoda değerlendiriliyordu.

2008 yılı ilk 9 aylık mali sonuçlarına göre 34 MKYO'nun toplam kârı 2007/9'da 105.7 milyon TL iken 2008/9'da bu rakam 79.5 milyon TL zarara dönüştü. Kâr eden sadece dört MKYO olurken, 29 MKYO kârdan

zarara geçti. 2008 yılını ise zararla kapatacak olan sektör temsilcilerinin, 2009 yılı içerisinde nakit temettü dağıtımları minimuma inecektir.

Borsada işlem gören MKYO'nun tümü 2008 yılında borsada değer kaybettiler. Ancak İMKB Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi yıl boyunca % 47 değer kaybederken, % 52 de-

ğer kaybeden İMKB 100 endeksine göre daha iyi performans göstermiştir. İMKB 100 endeksinin 2008 yılındaki % 52 değer kaybı ile kıyaslandığı zaman 20 MKYO şirketinin daha az değer kaybettiği görülmektedir. Bu nedenle "Yatırım Ortaklıkları endeks performansının gerisinde kaldı" denilemeyeceğini düşünüyoruz.

MKYO'lar 2008 Borsa Performansı Tablosu

| | 2008 Sonu Piyasa Değeri (USD) | 2008 Kapanış (YTL) | 2007 Kapanış (YTL) | Yıllık Değişim | 2008 Yılı | | Dipten Uzaklık % | Zirveden Uzaklık % |
|--------------|----------------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------|-----------|---------|---------------------|-----------------------|
| | | | | | Maksimum | Minimum | | |
| İMKB 100 | - | 26,864 | 55,538 | -51.6% | 55,538 | 20,912 | 28.5% | -51.6% |
| MKYO Endeksi | 153,784,011 | 8,656 | 16,429 | -47.3% | 16,429 | 6,865 | 26.1% | -47.3% |
| AKYO | 8,240,141 | 0.70 | 1.32 | -47.0% | 1.40 | 0.53 | 32.1% | -50.3% |
| ARFYO | 5,679,501 | 0.39 | 0.97 | -59.8% | 0.97 | 0.30 | 30.0% | -59.8% |
| ATAYO | 2,286,527 | 0.44 | 0.95 | -53.7% | 0.95 | 0.35 | 25.7% | -53.7% |
| ATLAS | 1,032,450 | 0.46 | 1.23 | -62.7% | 1.23 | 0.26 | 76.9% | -62.5% |
| ATSYO | 1,334,118 | 0.34 | 0.96 | -64.6% | 0.96 | 0.27 | 25.9% | -64.6% |
| AVRSY | 1,137,924 | 0.29 | 0.79 | -63.3% | 0.80 | 0.22 | 31.8% | -63.8% |
| BSKYO | 1,522,028 | 0.52 | 0.81 | -35.8% | 0.83 | 0.43 | 20.9% | -37.3% |
| BUMYO | 1,451,834 | 0.37 | 0.83 | -55.3% | 0.84 | 0.30 | 23.3% | -55.8% |
| DNZYO | 9,211,889 | 0.94 | 1.35 | -30.2% | 1.69 | 0.68 | 38.2% | -44.4% |
| ECBYO | 4,211,628 | 0.46 | 0.84 | -45.4% | 0.84 | 0.37 | 24.3% | -45.4% |
| EGCYO | 3,668,825 | 0.33 | 0.98 | -66.3% | 1.02 | 0.27 | 22.2% | -67.6% |
| EMBYO | 5,144,987 | 0.88 | 1.00 | -12.0% | 1.00 | 0.44 | 100.0% | -12.0% |
| ETYAT | 2,158,132 | 0.66 | - | - | 2.34 | 0.56 | 17.9% | -71.8% |
| EVNYO | 784,775 | 0.48 | 0.89 | -46.0% | 0.92 | 0.37 | 29.7% | -47.7% |
| FNSYO | 8,475,574 | 0.72 | 1.03 | -30.3% | 1.52 | 0.52 | 39.4% | -52.6% |
| GDKYO | 3,353,737 | 0.74 | 0.96 | -22.5% | 1.03 | 0.47 | 57.4% | -28.4% |
| GRNYO | 4,952,913 | 0.33 | 0.68 | -51.3% | 0.69 | 0.27 | 22.2% | -52.5% |
| HDFYO | 1,195,147 | 0.43 | 0.92 | -53.3% | 0.92 | 0.27 | 59.3% | -53.3% |
| IBTYO | 1,471,454 | 0.45 | 0.86 | -47.6% | 1.25 | 0.36 | 25.0% | -64.0% |
| INFYO | 971,160 | 0.33 | 0.86 | -61.6% | 0.93 | 0.23 | 43.5% | -64.5% |
| ISYAT | 48,436,580 | 0.55 | 0.72 | -23.7% | 0.91 | 0.45 | 22.2% | -39.3% |
| METYO | 882,872 | 0.45 | 1.35 | -66.7% | 1.40 | 0.32 | 40.6% | -67.9% |
| MRBYO | 1,922,700 | 0.98 | 1.00 | -1.6% | 1.38 | 0.55 | 78.2% | -29.0% |
| MYZYO | 1,373,357 | 0.42 | 0.84 | -50.0% | 0.88 | 0.30 | 40.0% | -52.1% |
| MZBYO | 1,648,028 | 0.84 | 0.97 | -13.4% | 1.14 | 0.43 | 95.3% | -26.3% |
| OYAYO | 2,158,132 | 0.33 | 0.80 | -58.8% | 0.80 | 0.26 | 26.9% | -58.8% |
| TACYO | 2,354,326 | 1.00 | 1.91 | -47.8% | 2.15 | 0.81 | 23.5% | -53.4% |
| TCRYO | 1,111,765 | 0.34 | 0.76 | -55.3% | 0.76 | 0.26 | 30.8% | -55.3% |
| TKSYO | 1,288,994 | 0.73 | 1.05 | -33.5% | 1.08 | 0.33 | 121.2% | -32.4% |
| TSKYO | 5,061,801 | 0.43 | 0.65 | -33.8% | 0.76 | 0.29 | 48.3% | -43.4% |
| VARYO | 3,837,257 | 0.65 | 1.29 | -49.8% | 1.63 | 0.32 | 103.1% | -60.2% |
| VKFYT | 2,746,714 | 0.56 | 1.51 | -62.9% | 2.38 | 0.45 | 24.4% | -76.4% |
| YKRYO | 9,864,626 | 0.48 | 0.97 | -50.5% | 0.97 | 0.38 | 26.3% | -50.5% |
| YTFYO | 2,812,112 | 0.43 | 0.84 | 48.8% | 0.84 | 0.31 | 38.7% | -48.8% |

YATIRIM ORTAKLIKLARI KARŞILAŞTIRMALI PRİM (İSKONTO) TABLOSU

| | 12/31/08 Şirket Adı | Cari Sermaye | (YTL) | | | Değişim % | Birim Pay Değeri | 12/31/07 Piyasa Fiyatı | Prim/ (iskonto) Oranı (%) | Birim Pay Değeri 12/26/08 | Piyasa Fiyatı 12/31/08 | Prim/ (iskonto) Oranı (%) |
|----|------------------------|-------------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------|---------------|------------------------|------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|------------------------------|---------------------------------|
| | | | Toplam Değer 28.12.2007 | Toplam Değer 26.12.2008 | | | | | | | | |
| 1 | AKYO | Ak Yatırım Ortaklığı | 18,000,000 | 46,902,916 | 37,811,026 | -19.4 | 2.61 | 1.32 | -49.3 | 2.10 | 0.70 | -66.7 |
| 2 | ARFYO | Alternatif Yatırım Ortaklığı | 22,268,013 | 37,687,861 | 28,279,953 | -25.0 | 1.69 | 0.97 | -42.6 | 1.27 | 0.39 | -69.3 |
| 3 | ATAYO | Ata Yatırım Ortaklığı | 7,946,201 | 9,521,429 | 7,149,077 | -24.9 | 1.20 | 0.95 | -20.7 | 0.90 | 0.44 | -51.1 |
| 4 | ATLAS | Atlas Yatırım Ortaklığı | 3,432,000 | 7,624,218 | 3,169,497 | -58.4 | 2.22 | 1.23 | -44.4 | 0.92 | 0.46 | -50.2 |
| 5 | ATSYO | Atlantis Yatırım Ortaklığı | 6,000,000 | 11,139,261 | 3,397,123 | -69.5 | 1.86 | 0.96 | -48.3 | 0.57 | 0.34 | -39.9 |
| 6 | AVRSY | Avrasya Yatırım Ortaklığı | 6,000,001 | 6,685,024 | 2,876,924 | -57.0 | 1.11 | 0.79 | -29.1 | 0.48 | 0.29 | -39.5 |
| 7 | BSKYO | Başkent Yatırım Ortaklığı | 4,475,640 | 4,993,311 | 4,676,465 | -6.3 | 1.12 | 0.81 | -27.4 | 1.04 | 0.52 | -50.2 |
| 8 | BUMYO | Bumerang Yatırım Ortaklığı | 6,000,000 | 6,187,296 | 5,636,353 | -8.9 | 1.03 | 0.83 | -19.7 | 0.94 | 0.37 | -60.6 |
| 9 | DNZYO | Deniz Yatırım Ortaklığı | 14,985,000 | 43,004,396 | 40,105,082 | -6.7 | 2.87 | 1.35 | -53.1 | 2.68 | 0.94 | -64.9 |
| 10 | ECBYO | Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı | 14,000,000 | 25,681,498 | 21,867,106 | -14.9 | 1.83 | 0.84 | -54.1 | 1.56 | 0.46 | -70.5 |
| 11 | EGCYO | Egeli & Co. Yatırım Ortaklığı | 17,000,000 | 19,937,303 | 9,442,891 | -52.6 | 1.17 | 0.98 | -16.4 | 0.56 | 0.33 | -40.6 |
| 12 | EMBYO | Euro Yatırım Ortaklığı (B TİPİ) | 8,940,000 | 10,021,466 | 9,980,686 | -0.4 | 1.12 | 1.00 | -10.8 | 1.12 | 0.88 | -21.2 |
| 13 | ETYAT | Euro Trend Yatırım Ortaklığı | 5,000,000 | 5,000,000 | 5,417,114 | 8.3 | 1.00 | 1.00 | 0.0 | 1.08 | 0.66 | -39.1 |
| 14 | EVNYO | EVG Yatırım Ortaklığı | 2,500,000 | 3,381,009 | 2,329,620 | -31.1 | 1.35 | 0.89 | -34.3 | 0.93 | 0.48 | -48.5 |
| 15 | FNSYO | Finans Yatırım Ortaklığı | 18,000,000 | 28,482,121 | 16,557,722 | -41.9 | 1.58 | 1.03 | -34.7 | 0.92 | 0.72 | -21.7 |
| 16 | GDKYO | Gedik Yatırım Ortaklığı | 6,930,000 | 7,787,000 | 6,053,920 | -22.3 | 1.12 | 0.96 | -15.0 | 0.87 | 0.74 | -15.3 |
| 17 | GRNYO | Garanti Yatırım Ortaklığı | 22,950,000 | 24,162,576 | 20,003,452 | -17.2 | 1.05 | 0.68 | -35.6 | 0.87 | 0.33 | -62.1 |
| 18 | HDFYO | Hedef Yatırım Ortaklığı | 4,250,000 | 3,614,792 | 3,094,155 | -14.4 | 0.85 | 0.92 | 8.2 | 0.73 | 0.43 | -40.9 |
| 19 | IBTYO | İnofrend Yatırım Ortaklığı (B TİPİ) | 5,000,000 | 5,142,898 | 5,291,111 | 2.9 | 1.03 | 0.86 | -16.5 | 1.06 | 0.45 | -57.5 |
| 20 | INFYO | İno Yatırım Ortaklığı | 4,500,000 | 4,427,941 | 3,095,730 | -30.1 | 0.98 | 0.86 | -12.6 | 0.69 | 0.33 | -52.0 |
| 21 | ISYAT | İş. Yatırım Ortaklığı | 134,662,500 | 186,855,278 | 178,532,123 | -4.5 | 1.39 | 0.72 | -48.1 | 1.33 | 0.55 | -58.5 |
| 22 | METYO | Metro Yatırım Ortaklığı | 3,000,000 | 2,986,799 | 1,313,844 | -56.0 | 1.00 | 1.35 | 35.6 | 0.44 | 0.45 | 2.8 |
| 23 | MRBYO | Marbaş Yatırım Ortaklığı (B TİPİ) | 3,000,000 | 3,330,444 | 3,786,884 | 13.7 | 1.11 | 1.00 | -10.3 | 1.26 | 0.98 | -22.4 |
| 24 | MYZYO | Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı | 5,000,000 | 6,253,550 | 2,671,192 | -57.3 | 1.25 | 0.84 | -32.8 | 0.53 | 0.42 | -21.4 |
| 25 | MZBYO | Merkez Yatırım Ortaklığı (B TİPİ) | 3,000,000 | 2,874,521 | 2,802,331 | -2.5 | 0.96 | 0.97 | 1.2 | 0.93 | 0.84 | -10.1 |
| 26 | OYAYO | Oyak Yatırım Ortaklığı | 10,000,000 | 11,035,915 | 8,321,817 | -24.6 | 1.10 | 0.80 | -27.5 | 0.83 | 0.33 | -60.3 |
| 27 | TACYO | Taç Yatırım Ortaklığı | 3,600,000 | 10,872,945 | 7,924,470 | -27.1 | 3.02 | 1.91 | -36.6 | 2.20 | 1.00 | -54.6 |
| 28 | TCRYO | Tacirler Yatırım Ortaklığı | 5,000,000 | 5,037,988 | 3,848,209 | -23.6 | 1.01 | 0.76 | -24.6 | 0.77 | 0.34 | -55.8 |
| 29 | TKSYO | Taksim Yatırım Ortaklığı | 2,700,000 | 1,973,597 | 1,072,138 | -45.7 | 0.73 | 1.05 | 43.6 | 0.40 | 0.73 | 83.8 |
| 30 | TSKYO | TSKB Yatırım Ortaklığı | 18,000,000 | 21,479,474 | 17,988,074 | -16.3 | 1.19 | 0.65 | -45.5 | 1.00 | 0.43 | -57.0 |
| 31 | VARYO | Varlık Yatırım Ortaklığı | 9,027,000 | 8,381,106 | 9,355,296 | 11.6 | 0.93 | 1.29 | 39.3 | 1.04 | 0.65 | -37.3 |
| 32 | VKFYT | Vakıf Yatırım Ortaklığı | 7,500,000 | 13,690,265 | 11,448,653 | -16.4 | 1.83 | 1.51 | -17.3 | 1.53 | 0.56 | -63.3 |
| 33 | YKRYO | Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı | 31,425,000 | 60,243,061 | 53,858,620 | -10.6 | 1.92 | 0.97 | -49.4 | 1.71 | 0.48 | -72.0 |
| 34 | YTFYO | Yatırım Finansman Yat. Ortaklığı | 10,000,000 | 14,445,630 | 10,663,141 | -26.2 | 1.44 | 0.84 | -41.9 | 1.07 | 0.43 | -59.7 |
| | Minimum | | 2,500,000 | 1,973,597 | 1,072,138 | -69.5 | 0.73 | 0.65 | -54.1 | 0.40 | 0.29 | -72.0 |
| | Maksimum | | 134,662,500 | 186,855,278 | 178,532,123 | 13.7 | 3.02 | 1.91 | 43.6 | 2.68 | 1.00 | 83.8 |
| | Ortalama | | 13,061,510 | 19,436,614 | 16,171,229 | -22.8 | 1.40 | 1.00 | -22.7 | 1.07 | 0.54 | -42.6 |
| | Medyan | | 6,465,001 | 8,951,267 | 6,601,498 | -20.8 | 1.15 | 0.96 | -27.5 | 0.94 | 0.46 | -50.7 |
| | Kaynak: İMKB | TOPLAM: | 444,091,356 | 660,844,887 | 549,821,797 | -16.8% | 1.49 | - | - | 1.24 | | |

Yatırım Ortaklıkları alfabetik olarak sıralanmıştır.
İskonto / Prim Oranında yer alan (-) değerler şirketin iskontolu,
(+) değerler ise primli işlem gördüğünü göstermektedir.



Derleyen:

Halim Çun

Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.
Genel Müdürü

Credit Suisse, Fon Yönetimi Bölümünü Aberdeen'e satıyor

Aberdeen, 360 milyon dolar ödeyerek Credit Suisse'in fon yönetiminin büyük bir bölümünü satın alırken, Credit Suisse de, genişleyen Aberdeen'in % 24.97 hissesine sahip olarak İngiliz şirketinin en büyük hissedarı olacak.

Credit Suisse, fon yönetimi bölümünün önemli bir kısmını verimsiz olduğu gerekçesiyle Aberdeen Asset Management'a satmaya karar verdiğini açıkladı. Aberdeen'in karlı çıkacağı tahmin edilen bu satıştan sonra Aberdeen, İngiltere'nin en büyük halka açık fon yönetimi şirketi olacak. Piyasaların da olumlu karşıladığı bu haberin açıklanması ile Aberdeen'in hisseleri bir günde % 15.2 değer kazandı.

Aberdeen, 360 milyon dolar ödeyerek Credit Suisse'in fon yönetiminin büyük bir bölümünü satın alırken, Credit Suisse de, genişleyen Aberdeen'in % 24.97 hissesine sahip olarak İngiliz şirketinin en büyük hissedarı olacak. Aberdeen'in bu anlaşmadan sonra yönettiği fonları 60 milyar dolar kadar büyütürken 230 milyar dolara yükselteceği hesaplanıyor.

Credit Suisse yönetimi de bu

anlaşma sonrasında, daha geniş müşteri tabanı bulunan ve daha yüksek performans elde ettikleri alternatif yatırım araçları, varlık dağılımı ve İsviçre'deki işlerinde yoğunlaşacaklarını açıkladılar. Satış sonrasında, yurt dışında kurulan fonlarının önemli bir bölümünü devretmekle birlikte yaklaşık 530 milyar dolarlık kurumsal varlık yönetimi yanında bu küçük bir meblağ olarak kalıyor.

Aberdeen de bu anlaşma ile maliyet yönetimi açısından ciddi bir verimlilik sağlarken karlılık üzerinde de olumlu yönde etkilenmeler bekliyor. Ayrıca, Credit Suisse anlaşması ile Avustralya, Almanya, İsviçre ve Japonya gibi mevcut oldukları pazarlarda daha etkin pazarlama olanakları tanıyacağını ileri sürüyorlar.

Aralık sonunda açıklanan bu anlaşmanın 30 Haziran 2009'a kadar hissedarların onayına sunulması bekleniyor.



Rusya'nın ilk "risk sermayesi fonu" kuruldu!

SKOLKOVO'nun, 21. yüzyıl yöneticisinin profiline uygun olarak, girişimci liderlik, hızla değişen ekonomiler ve deneysel öğrenme alanlarında yoğunlaşan bir vizyona sahip olduğu ileri sürülüyor.

Moskova Üniversitesi İşletme Fakültesi SKOLKOVO ve Rusya Nanoteknoloji Şirketi RUSNANO işbirliği ile, toplanacak fonların nanoteknoloji alanındaki yaratıcı projelerin finansmanında kullanılması hedeflenen Rusya'nın ilk "risk sermayesi yatırım fonu" kurulacağı açıklandı. Rusya Federasyonu'nun yasal düzenlemelerine göre kurulacak fon "kapalı uçlu" risk sermayesi yatırım fonu statüsünde olacak. Toplam Fon büyüklüğünün 2 milyar ruble olması beklenen fon Troika Dialog şirketi tarafından yönetilecek.

RUSNANO'nun Yönetim Kurulu Üyesi ve Genel Müdürü Dionis

Gordin, iki kurumun birlikte oluşturdukları bu projenin eğitim ve yatırım alanındaki birçok problem için isabetli bir çözüm olduğuna inanıyor: "Girişim sermayesinin bugün karşılaştığı en önemli problemlerden biri, iş alanındaki birçok yenilikçi planın detaylı ve uygulanabilir projelere dönüştürülememesi. Genel olarak, risk sermayesi fonuna iletilen projelerin yüzde 10'undan azı ilk gözden geçirme aşamasında kabul görebiliyor. Biz bu proje ile akademik dünya ile iş dünyasını daha yakınlaştırarak, yapılan çalışmaların, detaylı ve kabul edilebilir projelere dönüştürülerek uygulamaya geçirilmesini hızlandıracakız" demektedir.

Moskova Üniversitesi İşletme Fakültesi SKOLKOVO, Rus ve uluslararası iş liderlerinin ortaklaşa oluşturduğu bir proje. SKOLKOVO'nun, 21. yüzyıl yöneticisinin profiline uygun olarak, girişimci liderlik, hızla değişen ekonomiler ve deneysel öğrenme alanlarında yoğunlaşan bir vizyona sahip olduğu ileri sürülüyor. RUSNANO ise 2007 yılında kamu tarafından ülkede nanoteknoloji alanındaki çalışmalarını yönlendirmek ve teşvik edilmek amacıyla kurulmuş bir şirket. Rusya Federasyonu'nun 130 milyar ruble tahsis ettiği şirket, bu alandaki çalışmalara maddi katkılarda bulunarak ilk aşamalarında desteklemeyi hedefliyor.

Morningstar Yılın Fon Yöneticilerini açıkladı

Morningstar, 1988 yılından bu yana "Yılın Fon Yöneticileri"ni seçmektedir. Söz konusu seçimlerde, mükemmel yatırım becerileri ve üstün cesaretleri ile ortalama-dan farklılaşarak yatırımcılarına istikrarlı yarar sağlayan fon yöneticileri ödüllendiriliyor. Söz konusu seçimlerde, son yıl elde edilen başarının yanı sıra uzun vadeli strateji ve performansları ile yatırımcılarının çıkarlarını en üst düzeyde tutan fon yöneticileri dikkate alınıyor. Başarılı fon yöneticilerinin seçimini Morningstar yöneticileri ve bu alanda ihtisaslaşmış olan şirketin fon analistleri yapıyor.

Söz konusu ödüllerin açıklandığı duyuruda, hisse senetlerinin ortalama yüzde 37 kaybettiği 2008 gibi zorlu bir yılda fon yöneticilerini seçerken zorlanıldığı, ancak böyle bir yılda zararları sınırlı düzeyde tutma becerisini gösteren fon yöneticilerinin dikkate alındığı belirtildi.

Yılın Hisse Senedi Fonu Yöneticisi : Charlie Dreifus

Yapılan açıklamada birkaç yıl önce Morningstar analistlerinin Dreifus'un yönettiği Royce Special Equity Fonu'nu (RYSEX) tavsiye ettikleri zaman, çoğu yatırımcının kuşkuyla karşıladığı hatırlatılıyor. Analistler, Charlie Dreifus'un, yüksek iskontolu hisseleri portföyüne alan başarılı bir "değer yatırımcısı" olduğunu bildiklerinden piyasaların bozulduğu zaman güvenli bir liman olacağından emin

olduklarını ifade ediyorlar. Dreifus, birtakım hızlı büyüyen moda şirketleri kaçırmasa da bu yaklaşımıyla piyasaların düşüşlerinden az bir zedelenme ile kurtulabiliyor.

Güçlü "ralli" piyasalarında alınabilecek en iyi fonlardan biri olmamasına karşın 2000-2002 "ayı piyasasında" gösterdiği çok parlak performansla da uzun vadede düşük riskle yüksek getiri sağlayan başarılı bir uzun vade fonu olduğunu kanıtlamıştır.

Dreifus'un fonu 2008 yılında % 19.5 kaybederken hisse senetleri endeksi % 37 kaybetti. Böylelikle RYSEX Fon kendi kategorisindeki fonların ortalamasından yüzde 14 (1400 baz puan) gibi farklı bir şekilde daha iyi getiri sağladı.

Yılın Sabit Getirili Fon Yöneticileri: Bob Rodriguez ve Thomas H. Atteberry

Bob Rodriguez, konut sektöründe başlayan krizin mali sektörde bu denli bir erimeye yol açabileceğini öngören bir kaç fon yöneticisi arasında rahatlıkla sayılabilir. Rodriguez söz konusu tahminleri doğrultusunda, portföyünde zarara yol açabilecek riskli enstrümanları daha 2007 yılında temizledi. Bu arada bazı ralli fırsatlarını kaçırdıysa da 2007-2008 dönemini düşük bir risk ve makul bir getiri ile atlatmasını bildi.

Rodriguez ve Atteberry'nin yönettikleri "New Income" fonu (FPNIX) 2008 yılında % 4.3 getiri elde etti. Söz konusu getiri kendi kategoris-

deki "orta vadeli bono fonları" ortalamasından 920 baz puan daha iyi. Fon'un 10 yıllık getirisi de kendi kategorisindeki en iyi % 5 arasında yer alıyor.

Yılın Uluslararası Hisse Fonu Yöneticileri: David Samra ve Dan O'Keefe

Artisan International Fund (ARTKX) yöneticileri Samra ve O'Keefe, uluslararası hisse senetlerinde uyguladıkları değer yönelimli stratejileri ile başarılı sonuçlar elde ettiler. Başarılı çift, Artisan'a katılmadan önce de Harris Associates'de Oakmark fonlarının yöneticisi olarak çalışmışlardı.

Başarılı çift genel olarak, bilançoları net ve yüksek iskontolu hisseleri tercih ediyorlar. Bu yatırım disiplini onları tepetaklak giden mali sektör senetlerinden uzak tuttu. Sonuç olarak yönettikleri Fon 2008'de % 30.1 değer kaybetti. Bu çok başarılı bir sonuç gibi görünmese de % 47 değer kaybeden yabancı küçük/orta ölçekli değer hisselerinden ve MSCI EAFE'nin (uluslararası büyük sermayeli şirketler endeksi) % 43'lük değer kaybından çok daha iyi.

Artisan Uluslararası Değer Fonu'nun uzun vadeli getirisi de etkileyici: 2002 yılında ilk kurulduğunda yatırılan 10,000 dolar 22,561 dolara ulaşmışken, EAFE endeksine yatırılan aynı para 14,297 dolarda kalıyor. Samra ve O'Keefe , bu yakınarda Artisan Global Value Investor adlı yeni bir fonu da kurarak yönetmeye başladılar.

John Neff ucuz hisselerin peşinde !

Bugün 77 yaşında olan John Neff, 31 yıl boyunca yönettiği Vanguard'ın Windsdor fonunda, S&P 500 endeksine yıllık ortalama üç puan üstünlük sağlayarak son derece başarılı bir performans elde etmiş olan efsanevi fon yöneticisi. Neff, 1995 yılında emekliye ayrıldıktan sonra artık kendi parasını yönetiyor. Her zaman bir karşıt yatırımcı olan Neff, "sürüye karşı" tutumuyla da yakından biliniyor, buna örnek olarak da teknoloji balonunun dışında kalırken, NASDAQ 100 vadellilerinde kısa pozisyon alarak her yer toz duman olduğunda yüzde 40 gibi olağanüstü bir performans yakalamasıyla ününe ün katmış bir usta fon yöneticisi.

Öte yandan Neff bile geçen yıl piyasalarda yaşanan kargaşada yeterince sığınacak "güvenli liman" bulamadığını itiraf ediyor. Kendisinin de herkes gibi piyasalardaki dalgalanmadan ciddi darbe yediğini ifade eden Neff, hisse senedi portföyünün 2008'de yüzde 30 kadar eridiğini söylerken, en kötü darbeyi de % 70 kadar değer kaybeden Citibank'dan yediğini itiraf ediyor.

Büyük bir değer yatırımcısından beklediğiniz gibi piyasalardaki tüm bu kargaşa Neff'i yıldırılmış ya da sindirmiş değil. Windsdor'daki otuz yılı aşkın kariyeri boyunca çok sayıda piyasa krizi ve çöken hisselerle karşılaşan Neff, Windsdor'daki yatırımcılarını mutlu eden parlak performansını basit bir yatırım stratejisine sadık kalarak elde etti: Yüksek büyüme potansiyeli gördüğü gözden düşmüş, modası geçmiş hisseleri almak ve başkaları-

nın bu potansiyeli fark ederek almak için harekete geçtiğinde de satarak karını cebine koymak. Neff daha önce de 1991 yılında Citibank problemlili krediler nedeniyle zor duruma düştüğünde, bu şirketteki pozisyonlarını artırarak ciddi para kazanmıştı.

Neff şu anda Citibank almadığını söylüyor ancak 2008'in son aylarında piyasadaki fırsatları değerlendirmek için bono portföyünün önemli kısmını boşalttığını ifade ederken, piyasaların küçük yatırımcılar için de ciddi fırsatlar yarattığının altını çiziyor.

Neff, öncelikle hisse senedi ve konut fiyatlarının 2008'in sonlarına doğru dibi gördüğüne inanıyor. Ayrıca, ABD Merkez Bankası FED'in yaptığı ciddi faiz indirimleri, ucuz benzin fiyatları ve piyasalardaki düşük mal fiyatları sonucu ekonominin 2009 yılında toparlanacağına inanıyor.

Neff, ilk olarak aşırı darbe yemiş, kaliteli şirketlerin çıkışta ön planda olacağını söylüyor. Seagate Technology, Hewlett Packard gibi şirketlerin hem fiyat seviyeleri hem de temettü verimleri nedeniyle gözden kaçırılmaması gerektiğini ileri sürüyor.

Tecrübeli fon yöneticisi, enerji hisselerinin de gözden kaçırılmaması gerektiğini öne sürüyor. Petrol fiyatlarının mevcut fiyatlardan yukarı gideceğini tahmin eden Neff, düşük fiyatlara karşın iyi marj yapabilen rafineri ve petrol üreticilerinin yüksek prim yapabileceğini tahmin ediyor. Conoco Phillips gibi, nakit durumu iyi ve birkaç ay sonra temettü verme potansiyeli olan şirketlerin portföylerde bulundurulmasını tavsiye ediyor.

Neff, öncelikle hisse senedi ve konut fiyatlarının 2008'in sonlarına doğru dibi gördüğüne inanıyor. Ayrıca, ABD Merkez Bankası FED'in yaptığı ciddi faiz indirimleri, ucuz benzin fiyatları ve piyasalardaki düşük mal fiyatları sonucu ekonominin 2009 yılında toparlanacağına inanıyor.

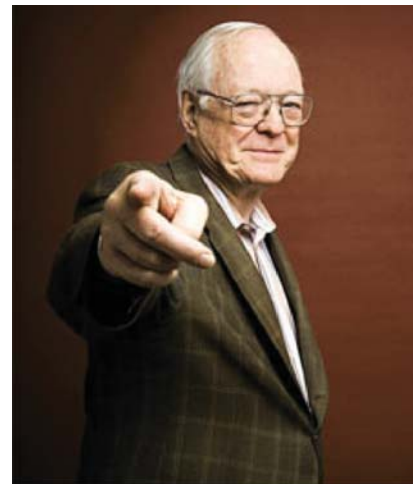


PHOTO: ERIC MCNATT

KONFERANS AJANDASI | OCAK-MART 2009

| | |
|--|--|
| <p>ALFI Sustainable & Responsible Investments Conference Tarih : 15 Ocak 2009 Yer : Chamber of Commerce, Luxembourg-Kirchberg www.alfi.lu</p> | <p>FundForum Emerging Markets 2009 Tarih : 2-5 Mart 2009 Yer : Millenium Gloucester Hotel, Londra www.icbi-events.com/fundforumem/</p> |
| <p>Asian Financial Forum 2009 Tarih : 19-20 Ocak 2009 Yer : Hong Kong Convention and Exhibition Centre www.hkcca.com.hk/hkvcpea/front.html</p> | <p>Islamic Investment World Asia 2009 Tarih : 2-5 Mart 2009 Yer : Mandarin Oriental, Kuala Lumpur www.terrapinn.com/2009/iiasia/</p> |
| <p>12th Annual SuperReturn International Tarih : 2-5 Şubat 2009 Yer : Intercontinental Hotel, Berlin www.icbi-events.com/superreturn/</p> | <p>10th Annual Hedge Funds World Middle East 2009 Tarih : 10-12 Mart 2009 Yer : Madinat Jumeriah, Dubai www.terrapinn.com/2009/hfwme/</p> |
| <p>4th Annual Funds World India 2008 Tarih : 9-10 Şubat 2009 Yer : JW Marriott, Mumbai www.terrapinn.com/terrapinnevents.aspx?SC=T5</p> | <p>EVCA Investors' Forum Tarih : 12-13 Mart 2009 Yer : Cenevre www.evca.eu/NetworkAndLearning/ConferenceDetail.aspx?meetingCode=IF0309</p> |
| <p>NICSA 27th Annual Conference&Expo "BRAVING The New World" Tarih : 15-18 Şubat, 2009 Yer : Doral Golf Resort&Spa, Miami www.nicsa.org/web/conferences/2009_AC/default.asp</p> | <p>CEE Private Equity Forum "Exploiting New Opportunities in Uncertain Times" Tarih : 23-24 Mart 2009 Yer : Hotel de France, Viyana www.c5-online.com/13CEEPPrivateEquity.htm</p> |
| <p>Indexing & ETF Investments Asia 2009 Tarih : 23-25 Şubat 2009 Yer : Raffles City Convention Centre, Singapur www.terrapinn.com/2009/index/</p> | <p>Real Estate Investment World China 2009 "Exploiting New Opportunities in Uncertain Times" Tarih : 23-24 Mart 2009 Yer : Hotel de France, Viyana www.c5-online.com/13CEEPPrivateEquity.htm</p> |
| <p>8th Annual Institutional FundForum International Tarih : 23-26 Şubat 2009 Yer : Amsterdam www.icbi-events.com/iffi/</p> | <p>2nd Annual Emerging Markets Private Equity Forum Tarih : 26-27 Mart 2009 Yer : New York www.empea.net/events/New_york09.shtml</p> |
| <p>Asset Allocation Summit Australia 2009 Tarih : 23-26 Şubat 2009 Yer : Star City, Sydney www.caia.org/events/assetallocationsum_998/</p> | <p>Hedge Funds World Espana 2009 Tarih : 24-27 Mart 2009 Yer : Eurostars Madrid Tower, Madrid www.terrapinn.com/2009/esp/</p> |
| <p>P&I ve AIMSE 3rd Annual Hedge Fund Conference Tarih : 26 Şubat 2009 Yer : Hilton, New York www.pionline.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20081107/2009HFC/311079993</p> | <p>Islamic Investment World 2009 Tarih : 25-27 Mart 2009 Yer : TBC, Cenevre www.terrapinn.com/2009/iw/</p> |

Depresyon Ekonomisinin Geri Dönüşü

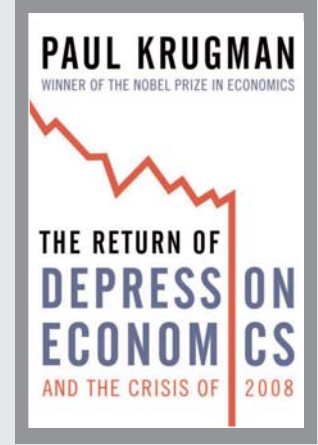
Paul Krugman 1999 yılında yayımlanan Depresyon Ekonomisinin Geri Dönüşü'nde (The Return of Depression Economics) Latin Amerika ve Asya'yı saran ekonomik krizleri ele almış ve bu krizlerin hepimiz için bir uyarı olduğunu vurgulamıştı. Krugman, durumu antibiyotiklere direnç kazanan hastalıklara benzeterek, Büyük Buhran'a neden olan ekonomik sorunların geri dönüş yaptığını vurgulamıştı. Krugman, daha 10 yıl öncesinden bugünü öngörerek, karamsar söylemini sürdürmüştü.

2008 Nobel Ekonomi Ödülünü kazanan Krugman'ın kitabının yenilenmiş baskısı 'Depresyon Ekonomisinin Geri Dönüşü ve 2008 Krizi' başlığıyla yılın son günlerinde yeniden yayımlandı. Krugman bu kitabında, yetersiz yasal düzenlemelerin finansal sistemin nasıl kontrolden çıkmasına neden olduğunu ve ardından başta

ABD olmak üzere tüm dünyanın nasıl 1930'lar benzeri finansal bir krize savrulduğunu anlatıyor.

Berkeley Üniversitesi'nde öğretim üyesi olan ve Clinton döneminde Hazine Müsteşar yardımcılığı yapan Prof. Dr. Brad DeLong, kitap üzerine yazdığı eleştiri yazısında, herkesin likidite istediğini ancak özel sektörün yeteri kadar nakit enjekte edecek sermayesi bulunmadığını belirtiyor. Krugman'ın devletin devreye girerek, doğrudan ya da dolaylı olarak uzun vadeli tahviller satın alarak piyasaya nakit vermesinden yana olduğunu ifade eden DeLong, bunun bir miktar enflasyona neden olsa da işe yarayacağını belirtiyor.

Fortune dergisinin "Keynes'ten bu yana tüm ekonomistlerden daha iyi yazıyor" diye nitelediği Krugman için the Economist de "büyük ihtimalle kendi döneminin en yaratıcı ekonomisti" dedi.



The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008

Paul Krugman

W. W. Norton, Aralık 2008, 224 s.

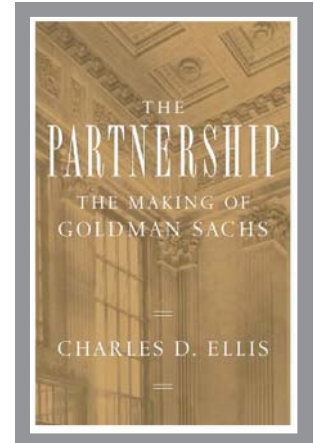
Goldman Sachs'ın Öyküsü

Bavyera göçmeni bir Yahudi olan Marcus Goldman, 1869 yılında New York'ta küçük bir ticari senet alım-satım işi kurduğunda, dünyanın en çok gıpta edilen ve en karlı yatırım bankası olacağını büyük ihtimalle hayal edememişti. Charles D. Ellis'in yazdığı The Partnership: The Making of Goldman Sachs (Ortaklık: Goldman Sachs'ın Gelişimi) işte bu öyküyü anlatıyor. Marcus Goldman'ın 1869'da ilk ticari senedi almasından günümüze kadar yaşananlar, daha çok Goldman Sachs ortaklarının ağzından aktarılıyor. Kitapta, finans sektöründeki ya da yönetim kurulundaki çelişkilere, kavgalara pek yer verilmese de, Ellis'in canlı ve merak uyandıran anlatımı, okuyucuların Goldman Sachs'ın felsefesi ve kahramanlarını sıkılmadan tanımasını sağlıyor.

Goldman'da 30 yılı aşkın bir süre danışmanlık yapan ve bundan önce 14 kitabın

yazarı olan Ellis, kitabını büyük fırtına Wall Street'i vurmadan bitirmiş. Bu nedenle yatırım bankasından mevduat bankasına dönüşümü, büyük zararlar ve işten çıkarmalar gibi tarihi gelişmeler yer almıyor. Tabii, Bear Stearns ve Lehman Brothers gibi tarihi çok eskilere giden devlerin batmasına karşılık efsane yatırımcı Warren Buffet'in Goldman'a nakit enjekte etmesi, şirketin, blok alım-satım, şirket tahvili ihracı, emtia ticareti, arbitraj ve türev işlemler gibi tüm yeni finansal uzmanlıklarda ustalık derecesinde başarılı olması ayrıntılarıyla anlatılıyor.

Goldman'ın bir başka özelliği de her zaman iyi yöneticileri çalıştırarak, bunların bir bölümünün Amerikan yönetiminde çeşitli görevler yapması. Bu yöneticilerin başında halen Hazine Bakanlığı'nı sürdüren Hank Paulson, eski Hazine Bakanı Robert Rubin, Dünya Bankası Başkanı Bob Zoellick geliyor.

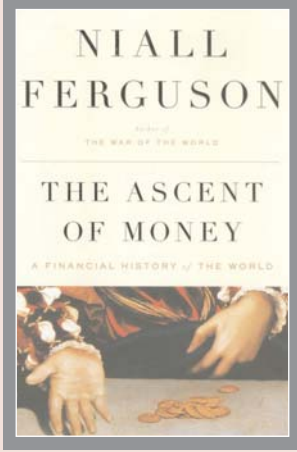


The Partnership: The Making of Goldman Sachs

Charles D. Ellis

Penguin Press, Ekim 2008, 729 s.

Dünyanın Finansal Tarihi



**The Ascent of Money:
A Financial History of the
World of 2008**

Niall Ferguson

Penguin Press, Kasım
2008, 432 s.

Harvardlı profesör, finansal tarihçi Niall Ferguson, çok başarılı kitaplara, TV belgesellerine imza atmış olsa da, son küresel finans krizinde, Financial Times'ta yer alan makalesinde, ABD ekonomisinin, Osmanlı İmparatorluğu'nun iflas etmesi gibi batacağını ileri sürerek gündeme geldi.

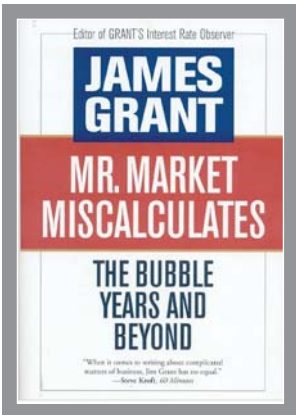
ABD ekonomisinde ağır borç yükünden kaynaklanan sıkıntıları, Osmanlı İmparatorluğu'nun 1870'li yıllarda yaşadığı krize benzeten Ferguson'un son kitabı The Ascent of Money: A Financial History of the World (Paranın Yükselişi: Dünyanın Finansal Tarihi) insanlık tarihini paranın izini takip ederek anlatıyor. Paranın Mezopotamya'daki çıkışından başlayarak, günümüze dek uzanan lanetini, bereketini, cazibesini ve tuzaklarını son derece akıcı bir dille aktarıyor.

Bir anekdot ve aforizma ustası olan Ferguson'un bu kitabı, yaşamakta olduğumuz finansal krizde tam yerine

oturmuş bir rehber niteliğinde. Ferguson'un temel argümanlarından biri, "Yoksulluk, gözü doymaz finansçıların halkı soymasının bir sonucu değildir. Yoksulluk finansal kurumların eksikliğinden, bankaların varlığından değil yokluğundan kaynaklanmaktadır" şeklinde özetlenebilir.

Günümüzde yaşanan krizin güvensizlikten ve aşırı tepkiden kaynaklandığını savunan Ferguson, yeni finansal devrimin ardından Çin ve Hindistan'ın dünyanın büyük ülkeleri arasında yerini alacağını ve böylece tek bir neslin yaşamı sırasında gerçekleşen büyük ekonomik değişimin ülkeleri yoksulluktan refaha taşıdığını ifade ediyor.

Ferguson'un kitabı, Para nedir? Bankalar ne yapar? Finansal kurumların rolü nedir? Hisse senedi ve tahvilin farkı nedir? Niçin sigorta yaptırılmalı ve gayrimenkul almalıyız? gibi sorulara finans tarihinden derslerle birlikte renkli bir üslupla yanıt arıyor.



**Mr. Market Miscalculates:
The Bubble Years and
Beyond**

James Grant

Axiom Press, Kasım 2008,
430 s.

Bay Piyasa Yanlış Hesapladı

James Grant, 25 yıllık bir geçmişi olan Grant's Interest Rate Observer adlı bültenin editörü ve kitap, yazarın makale ve konuşmalarından meydana geliyor. ABD'de uygulanan para ve maliye politikalarının istikrarlı bir eleştirmeni olan James Grant'ın bu kitabı, yaşadığımız finansal krizi en iyi kavrayan eserlerden biri olarak nitelendiriliyor. Mr. Market Miscalculates: The Bubble Years and Beyond (Bay Piyasa Yanlış Hesap Yaptı: Köpük Yıllar ve Sonrası), Wall Street'in saygın ve deneyimli uzmanlarından James Grant'ın manifestosu niteliğinde. Doların 1971'de altın standardından çıkması kararını sert bir biçimde eleştiren ve kendi kurduğu Grant's Interest Rate Observer'da 25 yıldır FED'in (ABD Merkez

Bankası) para basma politikalarını adeta topa tutan Grant'ın sağlam analizleri haklı çıktı. İstikrarlı ve sadık bir izleyici kitlesine sahip olan Grant, genellikle karamsar ancak mizah gücü yüksek makaleleriyle dikkat çekiyor.

Grant, ünlü bir yatırım teorisyeni ve kendisinin de arkadaşı ve iş ortağı olan Benjamin Graham'ın yarattığı, yatırım dünyasında fırsat yakalamak için koşuşturan Bay Piyasa karakterini ödünç almış. Kitaptaki bölümler konularına göre sınıflandırılmış. Eleştirmenlerin en çok dikkatini çeken bölüm ise, Bay Piyasa'nın kuşkusuz içinde toksik borçlanma yükümlülerinin yer aldığı ve Grant'ın espriyle "mortgage bilimi projeleri" diye adlandırdığı tekniklerle ev satın alma maceraları...

KÜRESEL FİNANS KRİZİ - Piyasa Sisteminin Eleştirisi

Dr. Mahfi Eğilmez

Remzi Kitabevi, Aralık 2008, 184 s.

Dr. Mahfi Eğilmez, yaşadığımız küresel krizi tüm yansımalarıyla gündeme taşıyor. Krizin Türkiye'yi nasıl etkileyeceğini ve bir daha küresel kriz yaşanmaması için neler yapılması gerektiğini, ayrıca böyle bir krizde kişilerin ve işletmelerin alması gereken önlemlerin neler olduğunu açıklıyor.

Eğilmez, ilk kez kendi dilimizde bu krizin ne olduğunu kafa- ları karıştırmadan, teknik terimlerle zorlaştırmadan ve konuşma diliyle anlatıyor. Kitapta dünya krizlerinin ne olduğu ve içinde bulunduğumuz krizin tüm bunlardan farkı net olarak ifade ediliyor. Eğilmez, kitapta kullandığı iktisadi terimleri kitabın sonunda sözlük bölümüne de koymuş.

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE KRİZLER (1929 – 2001)

Prof. Dr. Gülten Kazgan

İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2. Baskı 2008, 347 s.

Türkiye ekonomisinde krizler, cumhuriyetin kurulduğu yıllardan başlayarak, günümüze kadar uzanan; ekonomide derin izler yaratan, kimi kısa sürede atlatılan kimi ise yapısal değişimlerle birlikte geride değişik ekonomik miraslar bırakan bir sarmal izler. Prof. Dr. Gülten Kazgan bu değerli çalışmasında Cumhuriyet Dönemi'nin tüm krizlerini incelerken, özellikle yaşanan dört büyük krizi (1929, 1959, 1978, 1998) ele alarak, krizleri tetikleyen küresel ve yerel olayların yarattığı ortamı tüm boyutlarıyla ortaya koyup, doğru sonuçlara ulaşmaktadır.

GLOBAL DENGESİZLİKLERİN DENGESİ

Dr. Saruhan Özel

Alfa Yayınları, Mart 2008, 292 s.

"Global Dengesizliklerin Dengesi"nde dünya ve Türkiye ekonomisinde 2000'li yıllarda yaşananlar anlatılıyor. Ortaya çıkan bu ekonomik düzenin altyapısının nasıl kurulduğu, yarattığı fırsatlar ve sorunlar, bu sorunlarla nasıl başa çıkılabileceği gösteriliyor. Yeni global ekonomik düzende Türkiye'nin yeri tartışılıyor.

MAKRO VERİLERLE TÜRKİYE'DE YATIRIM NASIL YAPILIR?

Altuğ Karamenderes

BilgeSu, Kasım 2008, 236 s.

Bu kitap makro verileri kullanmanın herkes için olanaklı olduğunu göstermeyi amaçlıyor. Bunun için konular meslekten olmayanların da anlayacağı bir dille anlatılmış.

Kitap enflasyon hakkında. Ekonomi büyürken enflasyon ne kadar artar? Küçülürken düşer mi? Ne kadar düşer? Bunları öngörebilmenin avantajları, doğru zamanda yerinde yatırım kararları vermeye birleştiğinde hikâye tekdüze ama akılda kalıcı bir hal alacaktır. Makro yatırım ilkeleri adeta parmak hesabıyla anlatılabilecek kadar basit görünecektir.

KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİ/BÖLÜŞÜM, BİRİKİM VE BÜYÜME

Erinç Yeldan

İletişim Yayınları, 13. Baskı Eylül 2008, 202 s.

Bu çalışma, Türkiye ekonomisinde gözlenen istikrarsızlık ve kriz olgusunu veri olarak almak yerine, "niçin?" ve "kim için?" sorularını sormayı amaçlıyor. Bu çalışma boyunca kriz süreci toplumsal sınıfların çıkar çatışmalarını gözetken bir bölüşüm perspektifine dayandırılmakta ve gerek kamu kesiminin finansman dayandırılmakta ve gerekse dışa açılım sürecindeki dengesizlikler, aslında ulusal ekonomide iktisadi artığın yaratılması ve yeniden dağıtılmasına yönelik dolaylı ya da doğrudan mekanizmaların doğal bir sonucu olarak algılanmaktadır. Türkiye gibi kapitalistleşme sürecine çarpık, denetimsiz ve eksik rekabetçi piyasa koşullarında eklenilen çevre (peripheral) ekonomilerinde piyasa güçlerine dayalı istikrar arayışları ise giderek kırılan bir yapı yaratmakta ve özü itibarıyla yeni krizlerin yapısal koşullarını oluşturmaktadır.

KYD ENDEKSLERİ

| KYD Fon Endeksleri | | | | | | |
|--------------------|---------------------------------|---------|--------------------|--------------------|-------------------|---------------------|
| ENDEKSLER | TARİH | DEĞER | GÜNLÜK DEĞİŞİM (%) | HAFTALIK DEĞER (%) | AYLIK DEĞİŞİM (%) | YILBAŞI DEĞİŞİM (%) |
| A Tipi | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 365.60 | 0.06 | 0.65 | 3.32 | -31.25 |
| | 28-Kas-08 | 352.40 | 2.37 | 10.44 | 4.64 | -33.73 |
| | 31-Ekm-08 | 358.22 | 4.54 | 4.90 | -14.12 | -32.64 |
| | 29-Eyl-08 | 417.12 | 0.55 | 0.33 | -4.70 | -21.56 |
| B Tipi | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 1017.96 | 0.04 | 0.24 | 1.15 | 12.54 |
| | 28-Kas-08 | 1005.33 | 0.04 | 0.34 | 1.43 | 11.14 |
| | 31-Ekm-08 | 993.64 | 0.13 | 0.21 | 0.83 | 9.85 |
| | 29-Eyl-08 | 985.44 | 0.10 | 0.23 | 1.03 | 8.94 |

| KYD YTL Bono Endeksleri | | | | | | |
|-------------------------|---------------------------------|--------|--------------------|--------------------|-------------------|---------------------|
| ENDEKSLER | TARİH | DEĞER | GÜNLÜK DEĞİŞİM (%) | HAFTALIK DEĞER (%) | AYLIK DEĞİŞİM (%) | YILBAŞI DEĞİŞİM (%) |
| 0 GÜN | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 487.13 | 0.04 | 0.29 | 1.48 | 17.89 |
| | 28-Kas-08 | 479.42 | 0.03 | 0.39 | 1.66 | 16.02 |
| | 31-Ekm-08 | 472.59 | 0.06 | 0.39 | 1.49 | 14.37 |
| | 29-Eyl-08 | 465.66 | 0.14 | 0.34 | 1.49 | 12.69 |
| 391 GÜN | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 633.67 | 0.05 | 0.41 | 1.78 | 18.41 |
| | 28-Kas-08 | 621.69 | 0.04 | 0.51 | 2.55 | 16.17 |
| | 31-Ekm-08 | 608.84 | 0.04 | 0.43 | 0.98 | 13.77 |
| | 29-Eyl-08 | 602.94 | 0.15 | 0.33 | 1.46 | 12.67 |
| 182 GÜN | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 785.05 | 0.06 | 0.60 | 2.58 | 19.32 |
| | 28-Kas-08 | 765.01 | 0.07 | 0.94 | 3.73 | 16.28 |
| | 31-Ekm-08 | 741.30 | -0.17 | 0.28 | 0.05 | 12.67 |
| | 29-Eyl-08 | 740.91 | 0.15 | 0.33 | 1.45 | 12.62 |
| 365 GÜN | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 734.61 | 0.12 | 1.02 | 4.95 | 20.22 |
| | 28-Kas-08 | 700.41 | 0.11 | 2.05 | 5.79 | 14.62 |
| | 31-Ekm-08 | 665.70 | -0.70 | 0.53 | -2.55 | 8.94 |
| | 29-Eyl-08 | 683.10 | 0.15 | 0.20 | 1.22 | 11.79 |
| 547 GÜN | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 160.50 | 0.10 | 1.03 | 6.50 | 19.42 |
| | 28-Kas-08 | 151.06 | 0.24 | 3.44 | 7.74 | 12.40 |
| | 31-Ekm-08 | 140.89 | -1.34 | 0.73 | -4.59 | 4.83 |
| | 29-Eyl-08 | 147.67 | 0.06 | -0.17 | 0.88 | 9.87 |
| TÜM | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 682.82 | 0.08 | 0.76 | 4.69 | 18.60 |
| | 28-Kas-08 | 652.59 | 0.18 | 2.13 | 6.05 | 13.35 |
| | 31-Ekm-08 | 620.18 | -0.62 | 0.65 | -2.70 | 7.72 |
| | 29-Eyl-08 | 637.41 | 0.12 | 0.08 | 1.04 | 10.72 |

| KYD FX DIBS Bono Endeksleri | | | | | | |
|-----------------------------|---------------------------------|--------|--------------------|--------------------|-------------------|---------------------|
| ENDEKSLER | TARİH | DEĞER | GÜNLÜK DEĞİŞİM (%) | HAFTALIK DEĞER (%) | AYLIK DEĞİŞİM (%) | YILBAŞI DEĞİŞİM (%) |
| USD | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 127.81 | 0.24 | 0.33 | 1.21 | 3.17 |
| | 28-Kas-08 | 126.29 | 0.04 | 0.61 | 1.90 | 1.95 |
| | 31-Ekm-08 | 124.61 | -0.06 | 0.65 | -3.15 | 0.59 |
| | 29-Eyl-08 | 128.66 | 0.03 | 0.06 | 0.22 | 3.86 |
| USD - YTL | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 118.28 | 0.86 | 1.02 | -2.90 | 35.77 |
| | 28-Kas-08 | 120.02 | -0.17 | -5.94 | -5.56 | 37.76 |
| | 31-Ekm-08 | 118.25 | 4.20 | -7.15 | 22.73 | 35.73 |
| | 29-Eyl-08 | 96.35 | 0.03 | -0.25 | 5.09 | 10.59 |
| EUR | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 111.79 | 0.01 | 0.04 | 0.18 | -0.80 |
| | 28-Kas-08 | 111.58 | 0.01 | 0.04 | 0.20 | -0.99 |
| | 31-Ekm-08 | 111.38 | 0.01 | 0.04 | 0.18 | -1.16 |
| | 29-Eyl-08 | 111.18 | -3.40 | -3.37 | -3.24 | -1.34 |
| EUR - YTL | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 121.56 | -0.34 | 0.92 | 6.65 | 26.20 |
| | 28-Kas-08 | 113.89 | -0.86 | -4.65 | -4.12 | 18.24 |
| | 31-Ekm-08 | 112.65 | 1.47 | -6.68 | 10.84 | 16.95 |
| | 29-Eyl-08 | 101.63 | -3.40 | -2.78 | 1.27 | 5.51 |

| KYD EUROBOND Endeksleri | | | | | | |
|-------------------------|---------------------------------|--------|--------------------|--------------------|-------------------|---------------------|
| ENDEKSLER | TARİH | DEĞER | GÜNLÜK DEĞİŞİM (%) | HAFTALIK DEĞER (%) | AYLIK DEĞİŞİM (%) | YILBAŞI DEĞİŞİM (%) |
| USD | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 182.70 | 0 | 0.67 | 12.34 | 0.88 |
| | 28-Kas-08 | 163.23 | 0.05 | 5.00 | 17.16 | -9.87 |
| | 31-Ekm-08 | 153.14 | 0.40 | 13.62 | -14.30 | -15.44 |
| | 29-Eyl-08 | 178.70 | -0.92 | -1.47 | -3.22 | -1.33 |
| USD - YTL | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 169.63 | 0.63 | 1.37 | 7.82 | 32.53 |
| | 28-Kas-08 | 155.59 | -0.15 | -1.83 | 8.58 | 21.56 |
| | 31-Ekm-08 | 145.76 | 4.69 | 4.83 | 8.57 | 13.88 |
| | 29-Eyl-08 | 134.26 | -0.92 | -1.76 | 1.46 | 4.90 |
| EUR | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 148.08 | 0 | 0.44 | 4.92 | 0.45 |
| | 28-Kas-08 | 140.96 | -0.01 | 1.70 | 13.48 | -4.38 |
| | 31-Ekm-08 | 134.43 | 0.92 | 11.40 | -9.00 | -8.81 |
| | 29-Eyl-08 | 147.73 | -0.75 | -1.31 | -2.75 | 0.21 |
| EUR - YTL | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 183.95 | -0.35 | 1.32 | 11.64 | 25.71 |
| | 28-Kas-08 | 164.46 | -0.88 | -3.09 | 8.50 | 12.39 |
| | 31-Ekm-08 | 155.53 | 2.39 | 3.94 | 0.60 | 6.29 |
| | 29-Eyl-08 | 154.60 | -0.75 | -1.40 | 0.99 | 5.65 |

| KYD O/N REPO Endeksleri | | | | | | |
|-------------------------|---------------------------------|--------|--------------------|--------------------|-------------------|---------------------|
| ENDEKSLER | TARİH | DEĞER | GÜNLÜK DEĞİŞİM (%) | HAFTALIK DEĞER (%) | AYLIK DEĞİŞİM (%) | YILBAŞI DEĞİŞİM (%) |
| BRÜT | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 341.88 | 0.04 | 0.28 | 1.26 | 17.50 |
| | 28-Kas-08 | 337.17 | 0.04 | 0.29 | 1.46 | 15.88 |
| | 31-Ekm-08 | 332.80 | 0.05 | 0.33 | 1.54 | 14.38 |
| | 29-Eyl-08 | 327.74 | 0.14 | 0.34 | 1.50 | 12.64 |
| NET | 31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008 | 269.13 | 0.03 | 0.22 | 1.08 | 15.28 |
| | 28-Kas-08 | 265.96 | 0.04 | 0.28 | 1.27 | 13.92 |
| | 31-Ekm-08 | 262.95 | 0.04 | 0.28 | 1.27 | 12.63 |
| | 29-Eyl-08 | 259.66 | 0.12 | 0.27 | 1.23 | 11.22 |

Kaynak: www.tkyd.org.tr

Yatırım Fonlarında Dördüncü Çeyrek

Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi yılın dördüncü çeyreğinde nettle **%-21,84**, reel olarak da **%-24,14** oranında değer kaybetmiştir. FM A Tipi Endeksi, nettle **%-11,08**, reel olarak **%-13,69** oranında değer kaybederken, FM B Tipi Endeksi, nettle **%3,33**, reel olarak ise **%0,29** oranında değer kazanmıştır. Sonuç olarak; global krizden etkilenen, İMKB 100 endeksi ve FM A Tipi Endeksinin büyük kayıplarına rağmen FM B Tipi Endeksi, ufak bir getiri elde etmiştir.

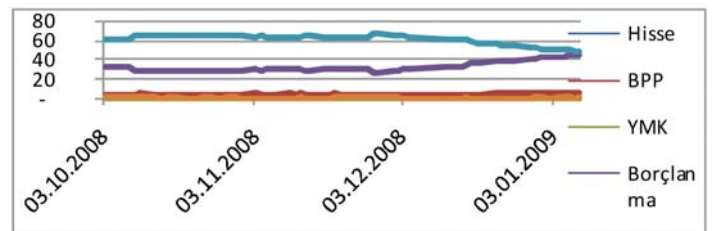
| | 1 Ekim 2008 | 1 Ocak 2009 | Değişim | Reel Artış |
|-----------|-------------|-------------|---------|------------|
| FM A Tipi | 985,08 | 875,95 | -11,08% | -13,69% |
| İMKB 100 | 34553 | 27005,63 | -21,84% | -24,14% |
| FM B Tipi | 1419,71 | 1466,93 | 3,33% | 0,29% |

Fonlardaki Büyüme

İlgili dönemde, hem A Tipi, hem de B Tipi fonların portföy değerlerinde düşüş yaşanmıştır. Diğer taraftan fonlardaki yatırımcı sayısı, ufak da olsa B tipi fonlardan A Tipi fonlara kaymıştır. A Tipi fonlardaki yatırımcı sayısı, %2,62 oranında artarken, B Tipi fonlardaki yatırımcı sayısı, %8,47 oranında azalmıştır. A Tipi fonlarda, değişken fon ve fon sepeti fonlarında yatırımcı sayıları azalırken, endeks fon ve karma fonlara olan ilgi artmıştır. B tipi fonlarda, karma, yabancı menkul ve özel fonlara olan talep artmıştır. Ayrıca fon türleri ve tiplerinin genel itibarıyla bağlı oldukları A Tipi ve B Tipi fon endekslerindeki değişimden arındırdığımız, Fon Endekslerine Göre Değişim sütununda ise, A Tipi fonların %4,10 oranında arttığı, B tipi fonların ise %7,91 oranında küçüldüğünü, tüm piyasanın da toplamda %3,81 oranında daraldığı görülmektedir.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2008 Ekim başından itibaren tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %62, Kamu Borçlanma %45 seviyelerinde seyretmektedir. 02 Ocak 2009 tarihinde bu oranlar Kamu Borçlanma %44, Ters Repo %52, BPP %4, seviyelerindedir.



Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

| Fon Tipleri | 02.01.2008 | 02.01.2009 | Değişim | Reel artış Tüfe'ye | Reel artış Fon Endekslerine Göre |
|---------------|------------|------------|---------|--------------------|----------------------------------|
| A Tipi | 738 | 525 | -28,87% | -35,38% | -0,32% |
| B Tipi | 25.139 | 23.058 | 8,28% | -16,67% | -18,63% |
| Toplam | 25.877 | 23.583 | 8,87% | -17,20% | |

Portföy değerlerini karşılaştırmak için üstteki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimlerini enflasyondan arındırdıktan sonra buldukları endeksteği değişimlerinden de arındırıyoruz. Bir yıllık sürede Fon piyasasının; A tipi ve B tipi fonların %-17,20 gibi bir oranda küçüldüğünü görmekteyiz.

Fon Endeksleri ve Enflasyon

| Endeksler | 02.01.2008 | 02.01.2009 | Değişim | Reel artış Tüfe'ye Göre |
|---------------|------------|------------|---------|-------------------------|
| A Tipi | 1.227,53 | 875,95 | -28,64% | -35,17% |
| B Tipi | 1.301,39 | 1.466,93 | 12,72% | 2,41% |
| İMKB | 54.708,42 | 27.005,63 | -50,64% | -55,15% |

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloda A Tipi endeksin, hem negatif değişime sahip olduğunu, hem de enflasyona yenildiğini; B Tipinin ise daha başarılı bir performans sağlayarak, pozitif getiri elde ettiğini görebiliyoruz. İMKB endeksinde ise, dünyadaki global krizin de etkisiyle, bir yılda yaklaşık %50 oranında bir düşüş yaşanmıştır.

Tip ve Tür Bazında Büyüklükler ve Değişimler

| Fon Tipi | Fon Türü | İlk Toplam Değeri* | Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı | Tüm Piyasa İçindeki Payı | Son Toplam Değeri* | Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı | Tüm Piyasa İçindeki Payı | Toplam Değeri | 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 | 133 | 24% | 1% | 116 | 22% | 0% | -13% | 14.517 | 8% | 0% | 13.403 | 7% | 0% | -8% | 7% | 0% | -94% |
| A Tipi | Endeks Fon | 155 | 27% | 1% | 137 | 26% | 1% | -11% | 11.537 | 7% | 0% | 12.493 | 7% | 0% | 8% | 11% | 14% | 21% |
| A Tipi | Fon Sepeti | 3 | 0% | 0% | 3 | 1% | 0% | -7% | 11 | 0% | 0% | 10 | 0% | 0% | -9% | 7% | 4% | -34% |
| A Tipi | Hisse Fon | 64 | 11% | 0% | 58 | 11% | 0% | -10% | 9.931 | 6% | 0% | 9.864 | 5% | 0% | -1% | 11% | 12% | 5% |
| A Tipi | İştirak Fon | 24 | 4% | 0% | 25 | 5% | 0% | 3% | 3.026 | 2% | 0% | 2.998 | 2% | 0% | -1% | 8% | 8% | 2% |
| A Tipi | Karma Fon | 181 | 32% | 1% | 183 | 35% | 1% | 1% | 137.160 | 77% | 4% | 142.054 | 78% | 5% | 4% | 28% | 28% | 2% |
| A Tipi | Sektör Fonu | 3 | 1% | 0% | 3 | 1% | 0% | -15% | 419 | 0% | 0% | 415 | 0% | 0% | -1% | 12% | 13% | 8% |
| A Tipi | Yab. Menk.Kıym. | 1 | 0% | 0% | 1 | 0% | 0% | 8% | 445 | 0% | 0% | 440 | 0% | 0% | -1% | 7% | 6% | -15% |
| Tüm A Tipleri | | 564 | 2% | 2% | 525 | 2% | -7% | 177.046 | 5% | 181.677 | 6% | 3% | 11% | 2% | -82% | | | |
| B Tipi | Değişken Fon | 1.308 | 5% | 5% | 1.602 | 5% | 5% | -19% | 149.720 | 5% | 4% | 139.127 | 5% | 4% | -7% | 9% | 7% | -26% |
| B Tipi | Endeks Fon | 141 | 1% | 1% | 154 | 1% | 1% | 9% | 1 | 0% | 0% | 1 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | -3% |
| B Tipi | Fon Sepeti | 8 | 0% | 0% | 8 | 0% | 0% | -9% | 101 | 0% | 0% | 79 | 0% | 0% | -22% | 2% | 1% | -13% |
| B Tipi | Karma Fon | 1 | 0% | 0% | 1 | 0% | 0% | -29% | 438 | 0% | 0% | 489 | 0% | 0% | 12% | 13% | 2% | -86% |
| B Tipi | Kıymetli Maden | 56 | 0% | 0% | 43 | 0% | 0% | -24% | 8.780 | 0% | 0% | 8.494 | 0% | 0% | -3% | 18% | 11% | -37% |
| B Tipi | Likit Fon | 20.995 | 87% | 85% | 20.446 | 89% | 87% | -3% | 2.915.086 | 91% | 87% | 2.699.387 | 92% | 87% | -7% | 10% | 10% | -7% |
| B Tipi | Özel Fon | 3 | 0% | 0% | 2 | 0% | 0% | -43% | 6 | 0% | 0% | 16 | 0% | 0% | 167% | 13% | 7% | -41% |
| B Tipi | Tahvil ve Bono | 1.645 | 7% | 7% | 1.331 | 6% | 6% | -19% | 113.474 | 4% | 3% | 69.051 | 4% | 2% | -39% | 12% | 8% | -34% |
| B Tipi | Yab. Menk.Kıym. | 8 | 0% | 0% | 11 | 0% | 0% | -48% | 3.974 | 0% | 0% | 4.574 | 0% | 0% | 15% | 8% | 7% | -11% |
| Tüm B Tipleri | | 24.165 | 98% | 98% | 23.058 | 98% | -5% | 3.191.580 | 95% | 2.921.218 | 94% | -8% | 10% | 8% | -16% | | | |
| Tüm Piyasa | | 24.729,03 | | | 24.733 | | -5% | 3.368.626 | | 3.102.895 | | -8% | 10% | 2% | -37% | | | |

* Milyon TL (Karşılaştırmalar 3 Ekim 2008, 2 Ocak 2009 dataları ile)

* KBSS Katılma Belgesi Sahibi Sayısı, kısaca yatırımcı hesap sayısı

Doluluk Oranı: Dolanımdaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi

2008 yılının dördüncü üç ayında fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda portföy değerleri %5 azalırken, yatırımcı sayılarında ise %8 düşüş gerçekleşmiştir. A tipi fonların yatırımcı sayıları %3 oranında artarken B tipi fonların yatırımcı sayılarında %8'lik bir düşüş yaşanmıştır. A Tipi fon türlerinde yatırımcılar, ilgilili dönemde Endeks ve Karma fon türlerini tercih etmişlerdir.

B Tiplerinde ise yatırımcılar, Karma, Yabancı ve Özel fonları tercih etmişlerdir. A tipi yatırım fonlarının doluluk oranları %82 gibi yüksek bir oranda düşüş gösterirken, B tipi yatırım fonlarının doluluk oranları, %16 azalmıştır. Sonuç olarak; tüm fon piyasasına baktığımızda, yatırımcı sayılarının azaldığını, bununla doğru orantılı olarak, fon piyasasının küçüldüğünü gözlemleyebiliriz.

Fon Endeksleri ve Değişimler

2008 başı itibariyle fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda; A Tipi fon endeksinin enflasyona yenildiğini, B Tipi fon endeksinin ise yatırımcıları enflasyona karşı koruduğunu ve aynı zamanda %13 gibi bir getiri elde ettiğini görebiliyoruz.

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 | 02.01.2008 Değeri | 02.01.2009 Değeri | %Değişim | Rel artış Tüfe'ye göre |
|-----------------------------|------------|-------------------|-------------------|----------|------------------------|
| A Tipi Fonlar Endeksi | 50 | 1.227,53 | 875,95 | -28,64 | -26,11 |
| B Tipi Fonlar Endeksi | 50 | 1.301,39 | 1.466,93 | 12,72 | 11,47 |
| Likit Fon Endeksi | 15 | 1.293,62 | 1.455,21 | 12,49 | 11,26 |
| Endeks Fon Endeksi | 10 | 483,47 | 256,45 | -46,96 | -42,75 |
| Hisse Fon Endeksi | 10 | 959,81 | 618,59 | -35,55 | -32,39 |
| Karma Fon Endeksi | 15 | 1.408,92 | 1.276,99 | -9,36 | -8,60 |
| İştirak Fon Endeksi | 2 | 1.210,24 | 752,39 | -37,83 | -34,46 |
| Sektör Fonu Endeksi | 2 | 1.235,51 | 619,74 | -49,84 | -45,37 |
| Yabancı Men. K. Fon Endeksi | 5 | 290,86 | 357,13 | 22,78 | -20,61 |
| Değişken Fon Endeksi | 25 | 1.315,77 | 1.487,14 | 13,02 | 11,74 |
| Tahvil ve Bono Fonu Endeksi | 15 | 1.353,59 | 1.566,58 | 15,73 | 14,20 |
| Özel Fon Endeksi | 1 | 1.133,19 | 911,49 | -19,56 | -17,87 |
| FM 30 Endeksi | 30 | 1.193,62 | 1.339,79 | 12,25 | 11,03 |
| FM 50 Endeksi | 50 | 1.173,12 | 1.316,30 | 12,21 | 11,00 |
| Fon Sepeti Endeksi | 3 | 98,70 | 109,16 | 10,59 | 9,53 |

FON MARKET

www.fonmarket.com

Yatırım ve Emeklilik Fonları Hakkında

Bilmek İstedığınız 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 Dördüncü Çeyrek

Değer Artışları

| Fon Türü | İlk Toplam Değeri* | Son Toplam Değeri* | Toplam Değeri% Değişim | İlk KBSS* | Son KBSS* | KBSS% Değişim | Değer Artışı | İlk Pazar Payı | Son Pazar Payı |
|-----------------------|--------------------|--------------------|------------------------|------------------|------------------|---------------|--------------|----------------|----------------|
| Büyüme Amaçlı Fonlar | 458 | 457 | 0% | 594.197 | 590.579 | -1% | 0% | 7,94 | 7,15 |
| Diğer Fonlar | 935 | 945 | 1% | 898.829 | 885.503 | -1% | 3% | 16,19 | 14,8 |
| Gelir Amaçlı Fonlar | 3.461 | 3.881 | 12% | 2.145.993 | 2.207.377 | 3% | 9% | 59,97 | 60,78 |
| İhtisaslaşmış Fonlar | 19 | 17 | -12% | 13.338 | 12.922 | -3% | -9% | 0,32 | 0,25 |
| Para Piyasası Fonları | 898 | 1.085 | 21% | 1.238.465 | 1.282.324 | 4% | 17% | 15,55 | 16,99 |
| Tüm Piyasa | 5.770 | 6.384 | 11% | 4.890.822 | 4.978.705 | 2% | 9% | | |

* Milyon YTL (Karşılaştırmalar 3 Ekim 2008 2 Ocak 2009 dataları ile)

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

Emeklilik fonlarının 2008 yılı dördüncü çeyreği boyunca portföy değerlerinin %11 artışının yanı sıra yatırımcı sayılarının da %2 oranında arttığını görebiliyoruz. Değer artışını hesapladığımızda ise; yönetilen büyüklükteki artışın sisteme katılan yeni yatırımcılar sayesinde gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Sonuçta emeklilik fon pazarının büyümesi %9 civarında gerçekleşmiştir. Diğer bir konu

ise bu dönemde yatırımcıların tercihlerinin değişip değişmediği; diğer fonlar ve büyüme amaçlı fonlarda fazla bir değişiklik yaşanmazken, gelir amaçlı ve para piyasası fonları portföy değerlerini arttırmış, ihtisaslaşmış fonlarda ise düşüş yaşanmıştır. Pazarda plan sahiplerinin ilgili dönemde, para piyasası ve gelir amaçlı fonları tercih ettiğini söyleyebiliriz.

Fonlarda Büyüme ve Enflasyon

| Fon Türleri | 02.01.2008 | 02.01.2009 | Değişim | Reel artış Tüfeye göre |
|-----------------------|--------------|--------------|---------------|------------------------|
| Büyüme Amaçlı Fonlar | 442 | 457 | 3,26% | -6% |
| Diğer Fonlar | 860 | 945 | 9,88% | 0% |
| Gelir Amaçlı Fonlar | 2.685 | 3.881 | 44,54% | 31% |
| İhtisaslaşmış Fonlar | 23 | 17 | -27,11% | -34% |
| Para Piyasası Fonları | 522 | 1.085 | 107,91% | 89% |
| Toplam | 4.532 | 6.384 | 40,87% | 28% |

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasının; ihtisaslaşmış fonların negatif getirisine rağmen tüm piyasanın %40,87'lik artışından enflasyonu düşünce yinede net olarak %28 büyüdüğünü söyleyebiliriz. Dikkat çeken nokta, para piyasası fonlarında %100'ün üzerinde artış yaşanmasıdır.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2008'in dördüncü üç aylık dönemindeki tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %72, Repo %12, Hisse ve Diğer %9 seviyelerinde seyretmektedir.

