

Kurumsal Yatırımcı 1 Yaşında!

Kolektif Yatırım Araçları endüstrisini geliştirerek, kurumsal sermaye birikimini artırmayı ve yatırımcı tabanını genişletmeyi hedefleyen Derneğimizin çıkardığı ilk sektörel yayın "Kurumsal Yatırımcı" bir yaşına bastı...

Yola çıkarken, TKYD'nin misyon ve hedeflerini Kurumsal Yatırımcı ile sizlere ulaştırmayı, dünyada ve ülkemizde fon endüstrisinde meydana gelen değişiklikleri paylaşmayı ve Kurumsal Yatırımcı'nın bu bağlamda sektörde bir platform oluşturmasını amaçlamıştık.

Geçen zaman içinde sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların hem etkinliğinin hem de öneminin artması, misyonumuza uygun şekilde böyle bir yayına hayat vermekle ne kadar yerinde bir karar aldığımızı gösterdi. Sizlerin katkı ve önerileri, yayınlarımızın zengin içeriğini oluşturmada bizlere önemli bir yol gösterici oldu.

Yaşadığımız küresel kriz, tüm dünyada olduğu gibi, bizleri de olumsuz etkilemeye devam ediyor. Ancak edinilen tecrübelerin, tüm ülkelerde düzenleyicilere sistemi yeniden gözden geçirme fırsatları vermesi, gelecekte piyasaların sağlıklı ve etkin işlemesi açısından olumlu beklentileri de beraberinde getiriyor.

Üyesi olduğumuz Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği EFAMA Direktörü Sayın Peter de Proft'un Kurumsal Yatırımcı'ya gönderdiği yazı, Avrupa'da da krizin etkilerini, yapılan çalışmalar ve alınan dersleri, geleceğe yönelik beklentileri ele alıyor. Görülmekte ki, her bölge krizin yaralarını sarmaya ve yeni düzenlemelerle sistemi yeniden güvenilir hale getirmeye çalışıyor.

Bu sayımızda da gündemi yakalayan zengin içerikleri bulabilirsiniz; MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu) Genel Müdürü Sayın Dr. Yakup Erginca bu sayımızın konuklarından.

Birinci yaşımızı kutladığımız beşinci sayımızda önemli bir adım atarak, sermaye piyasalarının nabzı olma hedefiyle Anket dizimizi başlatıyoruz. İlk çalışmanın konusu 'Hisse Senedi Üzerine Vadeli İşlem Sözleşmeleri'. Anket sonuçları, bu yeni enstrümanın merakla beklendiğini ortaya koyuyor.

Bu sayımızda Türkiye'de ve ABD'de geçmiş krizler, küresel krizle birlikte özellikle finans sektöründe önemi gittikçe artan Risk Yönetimi, gayrimenkul sektörü ile ilgili GYODER Başkanı Sayın Turgay Tanes'in değerlendirmeleri, Portföy Saklama Hizmeti, fon tanıtımı, fon yönetimi şirketlerinin krizden alacağı dersler ve bireysel emeklilik fonlarının dünyada krizden etkilenmelerine ilişkin derlemeler, yabancı fonların portföylerinin Türkiye'den yönetilmesinin teşvik edilmesine yönelik mevzuat değişikliği gibi konular yer almakta. Ayrıca fon dünyası, yatırımcı kitaplığı başlıkları da dünyada ve Türkiye'de sektöre ilişkin son gelişmeleri takip etmenize yardımcı olacak.

Hepinize keyifli okumalar diliyorum

Saygılarımla,

Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Yönetim Kurulu Başkanı



Gür ÇAĞDAŞ
TKYD Başkanı

“Yaşadığımız küresel kriz, tüm dünyada olduğu gibi, bizleri de olumsuz etkilemeye devam ediyor. Ancak alınan dersler, tüm ülkelerde düzenleyicilere sistemi yeniden gözden geçirme fırsatları vermesi, gelecekte piyasaların sağlıklı ve etkin işlemesi açısından olumlu beklentileri de beraberinde getiriyor.”

kurumsal yatırımcı

Türkiye Kurumsal Yatırımcı
Yöneticileri Derneği
adına İmtiyaz Sahibi
Gür Çağdaş

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü
Tülin Özyayın

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 Tevfik
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,
ceviriler ve istatistikî verilerden derlenmiştir.

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

İÇİNDEKİLER

4 SEKTÖRDEN HABERLER

6 EFAMA'DAN
Yatırımcıların güvenini yeniden kazanmak
Peter de Proft Direktör EFAMA

10 MERKEZİ KAYIT KURULUŞU

Kıymetli evrakın senet unsurunun bertaraf edilmesi ve payların MKK tarafından
elektronik ortamda izlenmesi
Dr. Yakup Ergincan Merkezi Kayıt Kuruluşu Genel Müdürü

12 KAPAK
TKYD ANKETİ
FON YÖNETİCİLERİ HİSSE
BAZLI VADELİ İŞLEMLERİN
HEMEN BAŞLAMASINI İSTİYOR



14 EKONOMİST GÖRÜŞ
Bu deneyime FİYAT biçilemez!
Uğur Gürses Ekonomi Yazarı

16 FON YÖNETİMİ
TSKB TEMİZ ENERJİ FONU

18 ECZACIBAŞI A TİPİ DEĞİŞKEN ANALİZ FON

20 SAKLAMA HİZMETİ



21 Akbank T.A.Ş.
Remzi Dede
Hazine ve Sermaye Piyasaları Bölüm Başkanı

23 Türkiye İş Bankası A.Ş.
Ayşe Begüm Ulutan Portföy Saklama Kuruluşu Müdür Yardımcısı

24 Ergoivçre Portföy Yönetimi A.Ş.
Hamit Özman Ergoivçre Portföy Yönetimi A.Ş.

25 Bender Portföy Yönetimi A.Ş.
Ali Nezih Akyol Genel Müdür

26 Finans Portföy Yönetimi A.Ş.
Pınar Yıldırım Doğan Operasyon Grup Yöneticisi

27 RİSK YÖNETİMİ
Fon seçiminde kriterler ve fon sıralama sisteminin önemi
M. Barış AKÇAY Riskactive –Genel Müdür Yardımcısı
ArGe & Projeler Grubu
Cahit Memiş Riskactive-Danışman / Projeler Grubu

32 ARAŞTIRMA
Amerika’da resesyon dönemleri
Hüseyin Gayde / İŞ Portföy Yönetimi A.Ş.
Araştırma Müdür Yardımcısı

36 AKADEMİK
Piramit ve lale soğanı ile finans ilişkisi
Belma Öztürkcal

38 GYODER
Gayrimenkul sektöründe son gelişmeler
Turgay Tanes
GYODER Başkanı

40 SEKTÖR ANALİZİ
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI
Yunus Kaya
Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Sorumlusu



43 EFAMA
Cenk Aksoy
İş Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı
Avrupa Tasarruf Vergi Direktifi

46 EFAMA
UCITS Pazarında Trendler

48 MEVZUAT
TÜRKİYE YABANCILAR İÇİN “PORTFÖY YÖNETİM
MERKEZİ” OLMA YOLUNDA
Güler Hülya Yılmaz
Vergi Ortağı
DRT Yeminli Mali Müşavirlik Bağımsız Denetim A.Ş.

50 TKYD’DEN
Faaliyetler ve komite çalışmaları

**52 EMEKLİLİK FONLARI
OECD RAPORU/DERLEME**
FİNANSAL KRİZİN ÖZEL EMEKLİLİK
PİYASASI’NA ETKİLERİ



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

**55 Amerikan fon sektöründe
fon yönetim ücretleri yükseliyor**

56 Yılın Fon Yöneticisi: John Deysher

57 FON DÜNYASI
Derleyen: ALP Keler
Fortis Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü
“Krizde Fon Yönetim Şirketleri
Nasıl Davranmalı?
2008 Krizinden Alınan Dersler”

59 KONFERANS

60 YATIRIMCI KİTAPLIĞI

64 KYD ENDEKSLERİ

65 SEKTÖR VERİLERİ

SEKTÖRDEN HABERLER

YENİ İHRAÇLAR:

Katılma payları kayda alınırlar:

EFG İstanbul Securities

1. EFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş.

- A Tipi Hisse Senedi Model Portföy Fonu
- A Tipi Değişken Aktif Fonu

FORTIS

2. Fortis Bank A.Ş.

- B Tipi Özel Sektör Borçlanma Araçları Yabancı Menkul Kıymet Fonu'nun B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Altıncı Fon'a dönüşümü için ilgili içtüzük değişikliklerine izin verildi ve katılma payları kayda alındı.

KARE YATIRIM

3. Kare Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- A Tipi Değişken Fon

Şeker Yatırım

4. Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- B Tipi Altın Fonu

FINANSBANK
İLERİ BANKACILIK

5. Finansbank A.Ş.

- İMKB-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu

Kuruluşuna izin verilen/katılma payları kayda alınanlar:



1. Ashmore İş Yatırım

- A Tipi Değişken Fon
- B Tipi Değişken Fon
- B Tipi Likit Fonu

YENİ FAALİYET İZİNLERİ:

1. 500.000.000 TL başlangıç tutarlı "Finansbank A.Ş. İMKB-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu"nun kuruluşuna izin verildi.
2. Yapı ve Kredi 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.
3. Fortis Bank A.Ş.'nin portföy yönetim şirketlerinin bireysel portföy yönetimine konu müşteri varlıklarının saklanması konusunda portföy saklama kuruluşu olarak faaliyet göstermesine ilişkin talebi olumlu karşılandı.
4. T.C. Ziraat 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.

ÖZEL DURUMLAR:

1. Euro Portföy Yönetimi A.Ş.'nin faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebi olumlu karşılandı.



DÜZELTME – Kurumsal Yatırımcı 4. sayısında kuruluşuna izin verilen/katılma payları kayda alınan bölümünde yer alan 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 ve B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Yedinci Yatırım Fonu sehven Başak Groupama Emeklilik A.Ş. ünvanı altında yer almıştır, doğrusu Akbank T.A.Ş. olacaktır.



Peter de Proft
EFAMA
Direktörü



“ Mali hizmetler sektörünün üstünde kara bulutlar dolaşmaya devam ederken, EFAMA üyeleri verimliliği artıracak politika değişikliklerinin gerçekleştirilmesi ve böylece varlık yönetimi şirketlerinin Avrupa'nın yanı sıra dünyanın başka bölgelerindeki hedef yatırımcılarına fon ürünlerini sunabilmeleri için büyük bir çaba göstermektedir. ”

Yatırımcıların güvenini yeniden kazanmak

Varlık yönetimi sektörünü bekleyen en büyük zorluklar ve EFAMA ile üyelerinin son zamanlardaki mali istikrarsızlık döneminde sağladığı önemli gelişmeler

Son 18 ayda yaşanan mali kriz, tarihsel ölçekte zorlu bir dönemdi. Küresel mali iklimin 2009'un son çeyreği veya 2010'un ilk çeyreğinden itibaren düzelmeye başlayabileceği yönünde bazı iyimser görüşler bulunmasına rağmen, yatırım yönetimi sektörünün toparlanması zaman alacak ve sabır gerektirecektir...

UCITS Direktifi'nin getirdiği reformlar

Küresel ekonomik görünümdeki bozulmanın etkisiyle, Avrupa fon yönetimi sektöründe son çeyrek dönemlerinde büyük ölçeklerde kaynak çıkışı görüldü ve EFAMA rakamlarına göre Avrupa yatırım fonu (**UCITS – Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities** –Transfer edilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşları) varlıkları Temmuz 2007'deki zirve seviyesi olan 8,2 trilyon Euro'dan Aralık 2008'de 6,1 trilyon Euro'ya geriledi. Avrupa yatırım fonlarından 2008'deki toplam çıkışlar 284 milyar euro olurken, Avrupa hisse fonları için bu rakam 161 milyar euroya yakın gerçekleşti. Para piyasası fonları, Avrupa yatırım fonları arasında son 12 ayda net pozitif satış gerçekleştiren tek kategori oldu ve bu aktif sınıfına net olarak yaklaşık 70 milyar Euro'luk fon akışı oldu.

Mali hizmetler sektörünün üstünde kara bulutlar dolaşmaya devam ederken, EFAMA üyeleri - Avrupa Komisyonu, Avrupa Sermaye Piyasaları Düzenleyici

Kuruluşları Komitesi (CESR) ve diğer önde gelen birliklerle bağlantılı olarak verimliliği artıracak politika değişikliklerinin gerçekleştirilmesi ve böylece varlık yönetimi şirketlerinin Avrupa'nın yanı sıra dünyanın başka bölgelerindeki hedef yatırımcılarına fon ürünlerini sunabilmeleri için büyük bir çaba göstermektedir. 13 Ocak 2009'da Avrupa Parlamentosu, büyük çoğunlukla aldığı bir kararla, UCITS direktiflerinde, Avrupa yatırım fonları pazarındaki bölünmüşlüğü azaltmak ve yönetim şirketlerinin, sınır aşırı fon üretimi ve dağıtımındaki etkinliklerini artırmak amacıyla yapılan reformları onayladı. Bu reform önerileri kapsamında, yatırım fonlarının sınır ötesi yönetimine izin veren Yönetim Şirketi Pasaportu'nun kabul edilmesi ve idare ve yönetim işlevlerinin merkezileştirilmesi de yer alıyordu. (Pasaport, Avrupa Komisyonu'nun orijinal teklifinde yer almıyordu.) Bu, önemli bir atılım anlamına geliyor. UCITS direktifi 1985 yılında yönetim şirketlerinin fon ürünlerini UCITS şemsiyesi altında sınır aşırı pazarlamalarına imkân veren bir hüküm getirdiğinde, her AB Üye Devletinde tescil prosedürlerini tamamlamak için, birden çok üye devlette dağıtım yapmak isteyen bir fon organizatörünün varlığı gerekiyordu. Çok külfetli olabilen bu şartın yerine getirilmesi bazı örneklerde haftalar alabiliyor, her bir pazar için birçok işlemin mükerrer olarak yerine getirilmesi gerekiyordu. EFAMA, bunu uzun zamandır, Avru-

pa'da tek bir yatırım fonu piyasası oluşturulmasının önünde bir engel olarak gördü ve bir AB Üyesi Devlette düzenleyici kurum bir fonun UCITS direktifine uygunluğunu onayladığı takdirde, bu onayın diğer Üye Devletler tarafından da geçerli kabul edilmesi gerektiğine inandı. Bu pasaport statüsü, yeni fonlar için tescil sürecini hızlandıracak ve sınır aşırı dağıtımın etkinliğini artıracaktır. AB Parlamentosu'nun "UCITS IV" konusundaki kesin desteğinin ardından, EFAMA bu alanda görülen ilerlemeden memnundur ve bu düzenleme sayesinde, bir fona kendi ülkesinde onay verilmesinin ardından başka bir piyasada satış için tescil işleminin 4-5 günden fazla sürmeme beklenmektedir. Yukarıdaki gelişmelerin yanında, UCITS IV çerçevesinde gerçekleştirilen reform paketiyle, UCITS 'Basitleştirilmiş Prospektüs'ü, yerini Yatırımcıya Temel Bilgiler (KII-Key Investor Information) belgesine bırakacaktır. İsminden anlaşılacağı gibi bu, bir fonun ekonomik içeriği ve risk profili hakkında önemli bilgileri özetleyecek ve bunu bireysel alıcıya özlü ve kolay sindirilebilir bir şekilde sunacaktır. Bu, "UCITS III" çerçevesindeki sözde 'Basitleştirilmiş Prospektüs'ten önemli bir farklılaşma anlamına gelmektedir. Çoğu zaman basit olmaktan çok uzak olan bu belge, bazı durumlarda 20-25 sayfaya çıkabiliyor ve hangi bilgileri kapsaması gerektiği konusunda Üye Devletler arasında birçok yorum farklılığına yol açabiliyordu. KII kuralları çerçevesinde, yatırımcılara artık, kendi yatırım ufukları ve risk iştahlarına uygun fonları seçmekte yol göstericiliğine ihtiyaç duydukları temel bilgilerin hızlı ve erişilebilir bir özeti sunulacak. Direktifin Avrupa Birliği Konseyi tarafından resmen onaylanması gerekiyor. Üye Devletlerin de UCITS IV çerçevesindeki bu değişiklikleri 1 Temmuz 2011'e kadar kendi ulusal mevzuatlarına aktarmaları gerekiyor. Bu reformlar, yatırım fonları için etkin bir tek pazarın oluşturulmasında önemli bir kilometre taşı anlamına geliyor. Elde edilen ilerle-

“ Küresel ekonomik kriz bireysel ve kurumsal yatırımcıları kademe kademe vurdukça, Avrupa fon sektöründe önemli büyüklükte net fon çıkışları görüldü. ”

meye geriye doğru bakıldığında, 2008 ortalarında yönetim şirketi pasaportuna yeşil ışık verilmesi imkânsız gibi görünüyordu ancak Avrupa Parlamentosu'nun lehte oyunun ardından, yakın gelecekte bu bir gerçek olacak ve bu da sektör için harika bir haber. EFAMA, yeni düzenleme çerçevesinin, sektörün ihtiyacı olan organizasyonel esnekliği sağlayacak şekilde başarıyla uygulanacağına ve bir yandan da UCITS'in güçlü denetim modelinin korunacağına inanıyor. Denetimde işbirliği, birleşmeler ve master-feeder yapılar için yapılan yeni düzenlemelerin yanı sıra Yatırımcıya Temel Bilgiler konusundaki açık hükümlerle birlikte, Parlamento fon sektörü ve bütün finans piyasalarına güçlü ve olumlu bir sinyal vermiştir.

Yatırım Fonları için Avrupa Fon Sınıflandırması

Yatırımcının fon ürünleri arasında etkili bir karşılaştırma yapmasına yardımcı olmak amacıyla EFAMA, Avrupa Fon Sınıflandırma Forumu ile birlikte, yatırım fonları için bir Avrupa Fon Sınıflandırma sistemi geliştirilmesinde aktif bir rol oynamıştır. Bu, fonların karşılaştırılmasında ortak bir gösterge ve dil sunacak ve Avrupa çapında yatırım fonlarının şeffaf bir şekilde karşılaştırılabilmesini sağ-

layacaktır. Sınıflandırma, FundConnect tarafından yönetilecek. FundConnect Lüksemburg Borsası'nın bir iştiraki olan CCLux ile bir ortak girişim olacaktır. Bu analizin sonuçları kamuya açıktır ve FundConnect ve EFAMA web sitelerinden temin edilebilir.

Ekonomik Krizden Alınan Dersler

Küresel ekonomik kriz bireysel ve kurumsal yatırımcıları kademe kademe vurdukça, Avrupa fon sektöründe önemli büyüklükte net fon çıkışları görüldü. Ancak bu paraya çevirmelerin boyutları, sektörün önde gelen isimlerin öngörülerıyla karşılaştırıldığında nasıl bir ölçü ortaya çıkmaktadır? Fon çıkışlarının seviyesinin, yılın başında birçok kişinin yapmış olduğu öngörülerine çok aşığına inanılmaktadır. Çıkışlardaki bu dramatik seviyeler düşen piyasalara ve finans sisteminin dayanıklılığıyla ilgili olarak yatırımcıların zihninde somutlaşan kuşuklara verilen panik tepkileri yansıtmaktadır. Birçok Avrupa ülkesinde yatırımlarda keskin bir yer değiştirmeye, sermaye piyasası ürünlerinden banka mevduatlarına yönelme görülmüştür - ve bu, bazı ülke hükümetlerinin yatırımcı mevduatlarına devlet garantisi verme kararı almalarıyla ivme kazanmıştır. Olumlu açıdan bakıldığında, bu senaryonun 2009'un son aylarından itibaren kademeli olarak tersine dönebilmesi - asla kesin olmamakla birlikte - mümkün görünmektedir. Mevduatlara ödenen faiz oranları düşmeye devam ettik-



çe, yatırımcılar temkinli bir şekilde hisse senetleri ve seçilmiş sabit getirili fonlardaki risklerini yeniden artırarak, daha çekici geri dönüş oranları arayışlarına girebilirler. Ancak daha bir süre yatırımcıların risk iştahının muhafaza-kâr olmaya devam edeceği konusunda fazla kuşku yoktur - birçok yatırımcı, reel varlıklardaki yatırımlarını yeniden artırmaya başlamadan önce piyasa döngüsünün dip noktasını geçtiğine inanmak isteyecektir.

Bazı kurumsal yatırımcılar, önümüzdeki dönemde temel risklerini artırmak için borsa yatırım fonlarının sağladığı esneklik ve maliyet avantajından yararlanabileceklerdir. EFAMA, küresel sermaye piyasalarında makul bir maliyetle dengeli bir risk almak isteyen Avrupalı bireysel yatırımcıların çoğunluğu için yatırım fonlarının tercih edilen araç olmayı sürdürdüğüne inanmaktadır. Ekonomik kriz ilgili herkese acı vermiştir. Ancak, bu finansal istikrarsızlık döneminden çıkan cesaret verici bir işaret, UCITS düzenleyici çerçevesinin sağlamlığının ve fırtınanın ortasında bir istikrar noktası olduğunun kanıtlanmasıdır.

Bununla birlikte kriz, Avrupa fon sektörünün risk yönetimi prosedürlerini bazı alanlarda sıkılaştırması gerektiğini göstermiştir - özellikle likidite riski ve bununı yatırım piyasaları dinamiklerini nasıl şekillendirebileceği konusundaki kavrayışını güçlendirmesi gerekmektedir. Bazı fon şirketleri, hiç likit olmayan bir piyasada işlem yapmak zorunda kalmaktan dolayı zarar görmüşlerdir - yüksek getirili tahviller, varlık teminatlı menkul kıymetler veya bazı bölgelerde para piyasası yatırımcıları için bu durum, maliyetlere yansımıştır. Kredi krizinden alınan derslerle, fon yönetimi şirketlerinin, likiditedeki değişiklikleri izlemek ve likit olmayan ve değerlemesi zor menkul kıymetlerde fon değerlemesi konusunda tutarlılık sağlamak üzere sistemlerini güçlendirmeleri gerekecektir. EFAMA, bu konularda Avrupa çapında uyumluluğu artırmak ve en iyi uygulama standartlarını gelişt-

“Kuşkusuz, en acil olarak yerine getirilmesi gereken görev hem bireysel hem de kurumsal yatırımcı kesitlerinde yatırımcıların yatırım fonu ürünlerine olan güvenlerinin yeniden tesis edilmesidir. Şu anda bu, varlık yönetimi sektöründe evrensel olarak geçerli olan temadır.”

tirmek için her iki alanda girişimler başlatmıştır.

Güvenin yeniden tesis edilmesi

Kuşkusuz, en acil olarak yerine getirilmesi gereken görev hem bireysel hem de kurumsal yatırımcı segmentlerinde yatırımcıların yatırım fonu ürünlerine olan güvenlerinin yeniden tesis edilmesidir. Şu anda bu, varlık yönetimi sektöründe evrensel olarak geçerli olan temadır.

Kurumsal müşterilere fon satan yönetim şirketleri için bir öncelik, UCITS fonları için güvenlik ve şeffaflık seviyelerini yüksek tutmak ve bir taraftan da ister emeklilik fonu, ister sigorta şirketleri, toptan bankacılık kuruluşları veya diğer müşteriler olsun, farklı kurumsal alıcı kategorilerinin özel ihtiyaçlarına karşılık vermeye devam etmektir. Bireysel alıcıları hedefleyen yönetim şirketleri için, uygun bir hamle, bireysel yatırımcı için basit, şeffaf ve esnek ürünlerden oluşan daha dar bir ürün dizisi sunmak ve bunlara çekici fiyat seviyeleriyle erişilebilmesini sağlamak olabilir.

Bir sektör örgütü olarak EFAMA, UCITS markası ve UCITS dağıtımının olumlu özelliklerinin dünya çapında tanıtılmasında aktif bir rol üstlenmiştir. Bu faaliyetler kapsamında, düzenleyici kuruluşlar ile sektör birlikleri arasındaki ilişkileri güçlendirmek amacıyla EFAMA'nın

düzenlediği bir roadshow çerçevesinde Hong Kong, Singapur ve Tayvan'a ziyaretler gerçekleştirilmiştir.

EFAMA'nın sektöre katkıları

EFAMA ve üyelerinin desteğiyle gerçekleşen başarılar, EFAMA'nın bir temsil örgütü olarak yakın geçmişteki en zor ekonomik koşullar içerisinde yönetim şirketlerine rehberlik etme konusunda oynadığı olumlu role dikkat çekmektedir. EFAMA böylece aynı zamanda UCITS fonlarının sınır aşırı dağıtımı konusunda daha etkin bir çerçeve oluşturması beklenen politika değişikliklerinin şekillenmesine de katkıda bulunmuştur.

EFAMA, üyeleri için çalışan bir birlik olarak, UCITS IV'ün Avrupa Parlamentosu gündemine getirilmesi ve AP üyeleri tarafından, Yönetim Şirketi Pasaportu'yla ilgili hükümler dahil olmak üzere destek sağlanması gibi başarılarıyla gurur duymaktadır. EFAMA, Avrupa varlık yönetimi sektörünün çıkarlarına hizmet eden devlet politikalarının desteklenmesinde de hayati bir rol oynamaktadır.

Avrupa yatırım fonu sektörünün bir başka önceliği, UCITS için uygulanan düzenleyici standartların, yakın ekonomik içeriğe sahip muadil ürünler için uygulananlarla tutarlı olduğu düz bir oyun sahasının kurulması ihtiyacıdır. Sonuçta bu bireysel yatırımcıların esnek ve düşük maliyetli, yatırımcıya yüksek koruma standardı sağlayan ürünlere erişimini artıracaktır. EFAMA, UCITS çerçevesinde sağlanan yüksek şeffaflık standartlarının muadil ürünlere de uygulanması ve böylece UCITS çerçevesinde sağlanan büyük başarıların bireysel yatırımcıların alabileceği bütün ürünlere genişletilmesi gerektiği görüşündedir. Kısacası, UCITS yatırımlarının ilkesi, yatırımcıların korunmasıdır ve bu temelde UCITS, Avrupa'da çok sayıda yatırımcı için en esnek ve uygun tasarruf araçlarından biri haline gelmiştir.

Nisan 2009: EFAMA hakkında daha fazla bilgi için www.efama.org sitesini ziyaret edebilirsiniz.

Yatırım kararı verirken şansınıza da güvenebilirsiniz...

veya

çağdaş ve profesyonel çalışma anlayışıyla hizmet veren
Ziraat Portföy Yönetimi'ni tercih edersiniz.



ZİRAAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.



Dr. Yakup Ergincan
Merkezi Kayıt Kuruluşu
Genel Müdürü



**MERKEZİ
KAYIT
KURULUŞU**

“ Kaydileştirme ile sermaye piyasası işlemlerinin daha düşük risk ve maliyetle gerçekleştirilebilmesi imkanı sağlanmış, büyük maliyetlerle gerçekleştirilen sertifika basım ve ihrac masraflarından, piyasa aktörleri için personel, saklama, sigorta ve borçlanma/ödünç maliyetlerinden tasarruf sağlanmıştır. ”

MERKEZİ KAYIT KURULUŞU

Kaydileştirme ile pay senetlerinin fiziki varlıklarına son verilerek diğer bir ifade ile kıymetli evrakın senet unsurunun bertaraf edilmesi ve payların MKK tarafından elektronik ortamda izlenmesi söz konusu.

Neden Kaydileştirme?

Ticari hayatın içerisinde kişilerin tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmeleri, pay senetlerinin alım satımı ve ihracını da arttırmıştır. Bunun yanında anonim ortaklıkların finansman ihtiyacını sermaye piyasalarından sağlamak istemeleri nedeniyle halka arz yoluyla pay senedi ihracı artmıştır. Sermaye piyasalarının gün geçtikçe artan öneminin yanında anonim ortaklıkların pay senetlerinin hacminin artması, beraberinde birçok sorunu ortaya çıkarmıştır. Özellikle pay senetlerinin kıymetli evrak vasfı nedeniyle birçok şekli unsurları ihtiva etmesinden kaynaklanan bu sorunlara değişik dönemlerde değişik çözümler bulunmaya çalışılmıştır. Pay senetlerinin devredilmesinde ya da üzerlerinde tesis edilecek aynı hakların tesisinde, ihraç edilen pay senetlerinin sayısının milyarlara ulaşması sorunu arttırmıştır. Fiziki basım maliyetlerinin yanı sıra fiziken saklama maliyetlerinin yüksek olması, bu senetlerin yıpranma, çalınma gibi risklerinin bulunması gelişen teknolojinin paralelinde, bu problemlerin aşılması için çözüm arayışlarını da beraberinde getirmiştir. Bunlar genel itibarıyla toplu saklama ve toplu senet uygulamalarıdır. Ancak pay senetlerinin rasyonelleş-

mesindeki son aşamayı ifade eden kaydi sistem, 1999 tarihinde Sermaye Piyasası Kanununda yapılan değişiklikle hukukumuzda girmiştir. Kaydileştirme ile pay senetlerinin fiziki varlıklarına son verilerek diğer bir ifade ile kıymetli evrakın senet unsurunun bertaraf edilmesi ve payların Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından elektronik ortamda izlenmesi söz konusudur.

Merkezi Kayıt Kuruluşu

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A maddesinde sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakların MKK tarafından kayden izleneceği hükme bağlanmıştır. Bakanlar Kurulu tarafından 2001 yılında çıkarılan "Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik" MKK'nın bir "anonim ortaklık" şeklinde kurulmasını öngörmüştür. Düzenlemelerin tamamlanmasıyla MKK 2001 yılında faaliyetlerine başlamıştır.

MKK nezdinde kayıtlar ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri olmak üzere üç grup itibarıyla tutulmaktadır. İhraççılar, aracı kuruluşlar, yetkili takas ve saklama kuruluşları ile Kurul tarafından belirlenen diğer kuruluşlar MKK'ya üye olabilmektedir. Kaydi sermaye piyasası araçları

ve bunlara ilişkin haklarla ilgili kayıtlar, MKK'da bilgisayar ortamında üyeler itibarıyla tutulmaktadır. Hesapların açılması ve hesaplarda kayıt ve değişiklik yapılması, usul ve esasları MKK tarafından belirlenen "elektronik işlem yöntemleri"yle üyeler tarafından hak sahiplerinin talimatlarına uygun şekilde MKK kayıtlarında değişiklik yapılması sureti ile gerçekleştirilmektedir. Mevcut durumda Kurul tarafından hisse senetleri İMKB'de işlem gören anonim ortaklıkların hisse senetlerinin, yatırım fonu katılma belgelerinin, özel sektör tahvillerinin ve finansman bonolarının kayden izlenmesine karar verilmiş olup, söz konusu sermaye piyasası araçları MKK tarafından kayden izlenmektedir. Kayden izlenmesine karar verilen sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin haklara dayanılarak senet basılması yükümlülüğü ortadan kaldırılmıştır. Bu sayede sermaye piyasası araçları maliyetli ve hukuki açıdan zorluklar içeren kıymetli evrak sisteminden çıkarılarak, sistem kıymetli haklar üzerinde yeniden inşa edilmiştir.

Kaydi sistemin avantajları

Kaydileştirme ile sermaye piyasası işlemlerinin daha düşük risk ve maliyetle gerçekleştirilebilmesi imkanı sağlanmış, büyük maliyetlerle gerçekleştirilen sertifika basım ve ihraç masraflarından, piyasa aktörleri için personel, saklama, sigorta ve borçlanma/ödünç maliyetlerinden tasarruf sağlanmıştır. Yine hisse senedi ihraççısı şirketler, kaydi sistem ile birlikte ortaklık pay defterleri bilgilerine güvenli bir ortam üzerinden ve kolayca erişebilme ve bu bilgileri gerektiğinde hızlı bir şekilde güncelleyebilme imkanına sermaye artırım, temettü ödemeleri ve ortaklarla ilişki ve iletişimlerde zaman ve maliyet avantajına sahip olmuşlardır. Diğer yandan kaydi sisteme geçiş ile menkul kıymette sahtecilik, kaybolma ve

çalınma gibi riskler ortadan kalkmıştır. MKK üyeleri, günlük ve yakın geçmişe dair raporlama ihtiyaçlarını mevcut 114 farklı rapor ile doğrudan kendileri MKK'dan karşılayabilmektedirler. Üyelerimiz dışında, TCMB, MASAK, Hazine Müsteşarlığı, TSPAKB, BDDK gibi kurumlar da MKK'da mevcut bilgilerden mevzuatın izin verdiği ölçüde yararlanma imkanına sahiptirler. Yatırımcılar ise MKK tarafından verilen sicil şifreleri ile yatırım hesaplarını AloMKK Yatırımcı Çağrı Merkezi ve MKKweb Yatırımcı servisleri üzerinden 7 gün 24 saat takip edebilmekte, ücretsiz bilgilendirme hizmetlerinden yararlanabilmektedir. Hesap, bakiye ve işlem bazında yatırımcılara sunulan hizmetler yanında MKKweb Kurumsal'da günlük olarak Yerli Yabancı Hisse Senedi Saklama Bilgileri Raporu ve MKK Aylık İstatistikleri de yatırımcıların bilgisine sunulmaktadır. Yatırımcılara telefon ve internet kanalları üzerinden sunulan hizmetler dışında cep telefonlarından da kısa mesaj (sms) ile Blokaj ve Bilgilendirme hizmetleri ile aylık olarak e-posta ortamında Hesap Durumu ve Ekstre gönderimleri yapılmaktadır.

Diğer yandan TBMM genel kurulunda görüşülmeye başlanmış olan Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın 415 ve 417. Maddelerinde anonim ortaklık genel kurullarına ilişkin olarak Merkezi Kayıt Kuruluşu kayıtlarına atıf yapılmıştır. Anılan tasarı uyarınca anonim ortaklık genel kurul toplantısına katılabileceklerin listesi kayden izlenen paylar bakımından MKK'dan sağlanacak kayıtlara dayanılarak hazırlanacaktır. Kaydi sisteme geçiş ile birlikte anonim ortaklıkların en büyük sorunlarından biri olan ortaklara ilişkin elde edilmeyen güncel bilgi artık MKK aracılığıyla anlık olarak temin edilebilir hale geldiğinden mevcut Ticaret Kanunumuzdaki bir haftalık blokaj yükümlülüğü Tasarıda kaldırılmıştır. Kuruluşumuzdan

alınacak pay sahipleri listesinde adı bulunan pay sahibi gerçek kişiler kimlik, tüzel kişiler yönetim kurulunun ilgili kararını göstererek genel kurula katılabilecektir.

MKK yurtdışı faaliyetleri

MKK operasyonel faaliyete geçtiği 2005 yılından beri Türkiye'nin Merkezi Saklama Kuruluşu kimliğiyle küresel ve bölgesel alanda Türk sermaye piyasalarını temsil etmektedir. Kuruluşumuz 2008 yılında da üyesi olduğu Avrupa Merkezi Saklama Kurumları Birliği (ECSDA), Avrasya Borsalar Birliği (ECSBA), Avrasya Kıymet Hizmetleri Birliği gibi kuruluşlar kapsamında gerçekleştirilen toplantı ve çalışma gruplarında aktif olarak yer almıştır. MKK, ECSDA'nın 22-23 Mayıs 2008 tarihinde Antalya'da gerçekleştirilen yönetim kurulu toplantısına Takasbank ile birlikte ev sahipliği yaparak Avrupa takas ve saklama kuruluşları arasındaki bilgi ve tecrübe alışverişine önyak olmuştur.

Kuruluşumuzun önemli bir parçası olduğu Türkiye alım satım sonrası hizmetler sektörünün yüksek deneyimi, bilgi birikimi ve teknolojik altyapı seviyesi kısa zamanda bölge ülkelerinin takas ve saklama kuruluşları tarafından da kabul edilmiştir. MKK sıklıkla bölge ülkelerinin benzer kuruluşlarıyla bilgi ve deneyimini paylaşmakta, bu kuruluşlarla işbirliğine girmekte, talep eden kuruluşların personeli için eğitim programları düzenlemektedir. Bu çalışmaların önemli bir örneği, Azerbaycan Ulusal Merkezi Saklama Kurumu'na Kuruluşumuz ve Takasbank tarafından ortak olarak geniş kapsamlı bir danışmanlık hizmeti sağlanması olmuştur.

MKK dünya üzerinde 150'ye yakın merkezi saklama kuruluşunu ve ulusal takas altyapılarını derecelendiren Thomas Murray şirketi tarafından bu yıl hazırlanan özel derecelendirme raporuyla düşük riskli (A) notuyla derecelendirilmiştir.



FON YÖNETİCİLERİ HİSSE BAZLI VADELİ İŞLEMLERİN HEMEN BAŞLAMASINI İSTİYOR

“ Sermaye piyasasının nabzı olma hedefiyle başlattığımız "Kurumsal Yatırımcı Anket Serisi"nin ilkinde, ülkemizde bir süredir gündemde olan Hisse Senedi Üzerine Vadeli İşlem Sözleşmeleri konusunu ele aldık. Anket sonuçlarının, yeni enstrümana ilişkin çalışmalarda yol gösterici olacağına inanıyoruz. ”

'HİSSE VADELİ İŞLEMLERİ BAŞLARSA HEMEN İŞLEME VARIZ'

TKYD'nin ilk anket çalışması, fon yöneticilerinin hisse senedi üzerine vadeli işlem sözleşmelerine olumlu baktığını ve hemen işleme açılmasını istediğini gösterdi. Üçer şıklı, 10 sorudan oluşan anketin ilk iki sorusu olan “**Hisse senedi üzerine vadeli işlem sözleşmelerine ihtiyaç var mı?**” ve “**Hisse senedi üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılması durumunda bu sözleşmelerde işlem yapmayı düşünür müsünüz?**” sorularına anke-

te katılan 30 TKYD üyesinin tümü, 'evet' yanıtını verdi.

“**Bu sözleşmeler ne zaman işleme açılmalı?**” sorusuna 27 katılımcıdan 'derhal' yanıtı geldi. 3 katılımcı ise 'piyasa şartlarında iyileşmeler görüldüğünde' dedi.

“**Sözleşmelerin işleme açılması size ne fayda sağlayabilir?**” sorusu 26 katılımcıdan 'spot piyasada alınan pozisyonlar için korunma (hedging) im-

kanı sağlayacağı için etkin risk yönetimi sağlayabilir' yanıtını, toplam 17 katılımcıdan da spekülasyon amaçlı işlemler ile hacmin artmasını sağlayabileceği yanıtını getirdi. Bunlardan 13'ü her iki yanıtı da işaretledi.

Anketin bir başka sorusu **"Bu sözleşmelerdeki işlem hacminin nasıl olabileceğini düşünüyorsunuz?"** ağırlıklı olarak hacmin oldukça yüksek olabileceği yanıtı aldı. 30 katılımcıdan 27'si bu şekilde işaretlerken, 'işlem hacmi yüksek olmayabilir' diyenlerin sayısı 3 oldu.

"Bu sözleşmelerin işleme açılması İMKB hisse senetleri piyasasının işlem hacminde nasıl bir etki yapabilir?" sorusuna 23 katılımcı 'olumlu etki yapabilir' yanıtını verirken, olumsuz etki yapabileceğini düşünen kişi sayısı 5'te kaldı. 2 katılımcı ise 'fikrim yok' yanıtını verdi.

"Bu sözleşmeler İMKB'de mi yoksa VOB'da mı işleme açılmalı?" sorusuna ise 14 katılımcı 'fikrim yok', 14 katılımcı 'VOB' yanıtını verirken, 2 katılımcı da 'İMKB' dedi.

Anketin biraz daha teknik uygulama detaylarına giren **"Dayanak varlık olarak hangi hisse senetleri seçilmeli?"** sorusunun üç şikkından en fazla tercih edileni 'İMKB 30 hisselerinden piyasa değeri açısından en yüksek değere sahip ilk 10 hisse' oldu. 18 katılımcı bu yanıtı işaretlerken, 8 katılımcı 'Tüm İMKB 30 hisseleri', 4 katılımcı ise 'İMKB 30 hisselerinden piyasa değeri açısından en yüksek değere sahip ilk 5 hisse' yanıtını verdi.

"Sözleşmelerin dayanak varlıklarının İMKB'de herhangi bir şekilde durdurulması durumunda ilgili sözleşmeler de eş zamanlı otomatik olarak işleme kapatılmalı mı?" sorusuna 25 katılımcı 'evet' yanıtını verdi.

“ 2000’li yıllarla birlikte gelişen SSF 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 kaldıraç avantajı gelmektedir. ”

4 kişi 'hayır', 1 kişi 'fikrim yok' dedi. Anketin son sorusu **"Bu sözleşmeler için teminat olarak nakit teminatın yanında ilgili dayanak varlığın da teminat olarak kabulü olumlu olur mu?"** 16 katılımcıdan 'risk oluşturabilir' yanıtını aldı. 13 katılımcı ise 'evet' derken, 1 katılımcı 'fikrim yok' yanıtını verdi.

Kurumsal Yatırımcı'nın dördüncü sayısında tanıtılan Hisse Senedine Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri (SSF-Single Stock Futures), ilgili hisse senedinin ileri bir tarihte bugünden belirlenen bir fiyat üzerinden alım ya da satımı üzerine yapılan standartlaştırılmış sözleşmelerdir. İleri valörlü fiyatın belirlenmesinde üç temel parametre kullanılır: hisse senedinin spot fiyatı, cari piyasa faizi ve bugün ile sözleşme valörü arasında beklenen temettü.

SSF'lar genel olarak, üzerine yazılan dayanak varlığın spot fiyatının üzerinde işlem görürler. Ancak 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.

2000'li yıllarla birlikte gelişen SSF 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 kaldıraç avantajı gelmektedir. SSF'lar kredili işlemlere göre daha yüksek oranda kaldıraç sağlama olanağı yaratırken, maliyet açısından da avantajlar sunar.

SSF'lar hisse senedi sahiplerine daha etkin korunma imkanı sağlar. Bu sözleşmeler hisse senetlerini bir endeksle veya endekse dayalı bir opsiyonla hedge etmek yerine doğrudan dayanak varlıkla hedge etme imkanı verecek %100'e yakın bir hedge etme imkanı sağlamaktadır.





Uğur Gürses
Ekonomi Yazarı

“ Son otuz yılda, zaman zaman döviz rezervinin azlığı, zaman zaman da döviz kuru üzerindeki baskılar nedeniyle ekonomide zorluklar yaşadık. Yine küresel krizde gelişmiş ülkelerde tanık olunan gelişmeler karşısında, herhalde çoğu mali piyasa profesyonelinin aklından geçen ‘biz bunu yaşamıştık’ (dejavu) düşüncesi oluyordur. ”

Bu deneyime FİYAT biçilemez!

Bugün tanık olduğumuz küresel krizde, ülkemizdeki mali piyasalarda döviz kurunun çok fazla yükselmemesine, hâttâ gerilemesine çoğumuz şaşırıyoruz. Çünkü neredeyse son otuz yılda, zaman zaman döviz rezervinin azlığı, zaman zaman da döviz kuru üzerindeki baskılar nedeniyle ekonomide zorluklar yaşadık.

Yine küresel krizde gelişmiş ülkelerde tanık olunan gelişmeler karşısında, herhalde çoğu mali piyasa profesyonelinin aklından geçen ‘biz bunu yaşamıştık’ (dejavu) düşüncesi oluyordur.

Şurası kesin, 1980’li yılların ortalarında gelişmeye başlayan, uluslararası mali piyasalara uyum sağlayan ve gelişen bir Türkiye fotoğrafına eşlik eden insan sermayesinin ‘temettüsü’, fiyatı olmayan kayda değer bir deneyimdir.

Bugünkü krize, herkesin kendi günlüğünde kayıtlı ve geçmişten ‘postalanan’ bir sayfa vardır. Bizim günlüğümüzün sayfalarında bakın ne kayıtlı?

“Bir eliyle Hermes kravatını düzeltirken, diğer elinin parmaklarında ise sigara içilmeyen alanda yarıya in-

miş Havana purosunu dudaklarına götürerek tüttüren, kendine güvenli adımları ile Church ayakkabılarına daha sıkı basan adımlarla tam karşımdaydı. Kim mi? Dünün, dünyanın en büyük bankaları arasında sayılan; bugünün, olağanüstü sayılabilecek bir zararla, sıralamalarda en büyük birkaç Türk bankasının gerisinde kalan İsviçre bankasının Türkiye masasından sorumlu üst yetkilisi olan A.C.!

Ankara’da Merkez Bankası’nın ‘komuta kontrol’ merkezi sayılan, şifreli ve herkesin giremediği ‘dealing room’unun koridorunu böyle adımlıyordu! 90’lı yılların başları idi; Türkiye’nin döviz rezervleri daha henüz birkaç milyar dolar seviyesinde, ekonomik büyüme ve dış borç ödemeleri için Avrupa ve Amerikan bankalarından gelecek kredi ve finansman kaynaklarına bağımlı idik. Hâttâ bu ülkelerdeki bankacıları ‘hoş tutmaya’ çalıştığımız günlerdi. Finansal piyasaların ‘şakası yoktur’. 90’lı yıllarda, Türk bankalarının 100 milyon dolar sendikasyon kredisi alabilmek için ‘kapısında yattığı’ İsviçre bankası, bugün Forbes sıralamasında bunlardan birkaçının geri-

sinde kaldı.”

Türkiye’de mali piyasaların gelişmeye başlaması ve ‘piyasa’ niteliğini kazanması 1987 sonrasındır. Bu dönem, aynı zamanda piyasada bilgi teknolojisinin de geliştiği bir dönemdir.

Türkiye’deki piyasa gelişiminin her bir ‘kilometre taşına’ mali piyasa krizleri eşlik etmiştir. Arka planında; sorunların sürekli ertelendiği, yapısal önlemlerin alınmadığı bir ortam ve süreç de uzun bir süre eşlik ederek tabii ki.

1988 Ekim ayındaki döviz krizi, Merkez Bankası’nın ilk kez doğrudan müdahalesi ile piyasaları tanıştırmıştır.

1990 Temmuz ayında Irak’ın Kuveyt’i işgali ve 1991 başındaki savaşa giden süreç, Türkiye’de ilk kez yerleşiklerin bankalardaki mevduatlarının yüzde 15’ini çekmesine yol açtı. Tabii ki döviz cinsi mevduatlar. İlk kez tanık olunan bu kriz de, hem bankaların, hem de Merkez Bankası’nın yurtdışından getirdiği efektifler ile yatırıldı.

1994 Krizi, ‘neden-sonuç’ ilişkisinin terse çalıştırılmaya kalkışılmasıyla; örneğin borçlanma ihtiyacı hızla artan Hazine’nin, faizleri ‘beğenmediği’ için borçlanma ihalelerini iptal etmesiyle tetiklendi. 1985 Mayıs ayından itibaren günlük döviz kuru ayarlaması yapan ve de bankaların da belirli bir marjla bu kur etrafında olmasını sağlayan Merkez Bankası, ilk kez sert bir piyasa devalüasyonuna teslim oluyordu.

1997’de ilk kez farklı bir dalgadan etkilendik. Uzakdoğu krizi ile ülkemize gelen rüzgâr, 1998’de Rusya’nın moratoryum ilanı ile ‘gelişen piyasa krizi’ girdabına dönüşüyordu. Tabii ki bizi de içine alarak.

1997’den itibaren gelişen bu girdap, 1999’da reel kesimi de içine aldı. 1999 Sonunda bir program yapıp, sonra bunu ‘sahipsiz’ bıraktığımızda 2000 sonunda

“ 2001 Krizinin mali piyasalar ve ekonomimiz için bir ‘milat’ olmasının temel nedeni, önceki krizlerde karşılaştığımız sorunların kalıcı bir biçimde çözülmesidir. Bunları yaratan nedenlerin önemli ölçüde ortadan kaldırılmasıdır. ”

öncü dalgayı, 2001 Şubat ayında da en büyük sarsıntıyı yarattık: Bankacılık krizi ve spekülasyon atak!

Bu saydığımız krizlerin neredeyse tamamında, önünde ya da arka planında; döviz krizi eşlik etmiştir. Bu yüzden, döviz kuru biraz bizlerin kafasındaki ‘makul limitlerin’ üzerine çıktığında ‘ne oluyor’ sorusunu sormuşuzdur. Döviz kıtlığı, döviz krizi gibi nedenlerin hep ardında iç tasarruflarımızın yetersizliği yer almıştır.

Bugün küresel çapta yaşadığımız bu krizde, neden görece daha az etkilendiğimiz yanıtı da burada saklıdır.

1. 2001 Krizinin mali piyasalar ve ekonomimiz için bir ‘milat’ olmasının temel nedeni, önceki krizlerde karşılaştığımız sorunların kalıcı bir biçimde çözülmesidir. Bunları yaratan ne-

denlerin önemli ölçüde ortadan kaldırılmasıdır. Oysa 1998’deki krizin merkezi olan Rusya, hâlâ döviz kuru rejimini dalgalı kur rejimine geçirmiş değil. Bu krizde, şimdiden en sert döviz rezervi kaybı yaşayan ülke unvanını kazandı.

2. 2001’de dalgalı kur rejimine geçiş, hem bir fiyat oluşumunda ‘yapaylık’ sorununu ortadan kaldırdı, hem ‘kıtlık sendromunu’. Ayıca 8 yılda bize önemli bir ‘öğrenme’ deneyimi sağladı.

3. Piyasa derinliği, ne kadar beğenmesek de artmış durumda. Eskisi gibi küçük hareketlerin piyasayı etkilemesi giderek sınırlı hale geldi. Örneğin döviz işlemlerinde; bankacılık sisteminde sadece günlük işlem hacmi 2002 yılından 2008 yılına üç kattan fazla arttı.

4. Sorunlarımızı çözmüş olsak da, tanık olduğumuz bu kadar çok sayıdaki kriz deneyimi ile ‘sınırlarımızı’ öğrenmiş durumdayız.

5. Tasarruf yetersizliğimiz, aşırı kaynak bolluğuna dönüşemediğinden, mali piyasadaki kaldıraçlı boyutumuz çok sınırlı kalmıştır. Bugün farklı ölçek ve içerikte tanık olsak da, küresel çapta yaşanan ve özellikle gelişmiş ülkeleri derinden sarsan krizde, ülkemizin son 30 yılda edindiği deneyim ve sağladığı değişimin paha biçilmez olduğu tartışılmazdır.



TSKB TEMİZ ENERJİ FONU



Temiz Enerji Fonu ile yatırımcılar; uluslararası piyasalara, farklı ülkelere ve birçok şirkete yatırım yaparak geniş bir portföy dağılımına sahip olacaklar.

TSKB Portföy Yönetimi hakkında bilgi verebilir misiniz?

Faaliyetlerine 1950 yılında başlayan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB), Türkiye'nin özel sermayeli ilk yatırım ve kalkınma bankasıdır.

Yatırım projelerinin orta/uzun vadeli kredilendirmesi ve proje finansmanı konusunda önemli bir marka haline gelmiş olan TSKB, yatırım bankacılığı alanında gerçekleştirdiği özelleştirme, halka arz, finansal/stratejik ortaklık ve değerlendirme danışmanlığı hizmetleri ile kurumsal müşterilere; sermaye piyasası aracılık ve portföy yönetimi hizmetleriyle de hem kurumsal, hem de bireysel müşterilere ulaşmaktadır.

TSKB Portföy Yönetimi, portföy yönetim stratejilerini; bireysel ve kurumsal yatırımcıların beklentilerine yönelik oluşturmaktadır. Profesyonel yönetim kadrosu ile müşterilerimizin beklentilerine göre riski minimuma indirerek, yatırım kararlarında doğru zamanlama ve çeşitlendirme ile karlılığın artırılması hedeflenmektedir.

TSKB Portföy Yönetimi altında 6 adet yatırım fonu, 27 adet kurumsal ve bireysel müşteri portföyü yönetilmektedir. Yönetilen toplam portföy büyük-

lüğü Mart 2009 itibarıyla 276 milyon TL'dir.

Temiz Enerji Fonu hakkında bilgi verir misiniz?

Türkiye'nin ilk özel yatırım ve kalkınma bankası Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB) olarak Türkiye'de bir ilke imza attık. Yatırım dünyasının yenilenebilir enerji, enerji verimliliği ve atık yönetimi ile ilgili global piyasalara ilgisinin giderek arttığı bir dönemde, bu endekslere dayalı ve %10 getiri garantili 1 yıl vadeli Temiz Enerji Fonu'nu 16/01/2009 tarihinde halka arz ettik. Temiz Enerji Fonu ile yatırımcılar; uluslararası piyasalara, farklı ülkelere ve birçok şirkete yatırım yaparak geniş bir portföy dağılımına sahip olacaklar ve yatırım dönemi sonunda en az %10 getiri alacaklardır. Kısa vadeli piyasa dalgalanmalarından uzak durarak, borsaların toparlanma eğilimine girmesiyle yükseliş fırsatından yararlanmak amacıyla yepyeni kazançlı bir yatırım fırsatına sahip olacaklardır.

Adı Temiz Enerji Fonu olduğuna göre çevreye nasıl bir katkısı olacak?

TSKB olarak Temiz Enerji Fonu ile

“ Yeni proje çerçevesinde fondan elde edeceğimiz yönetim ücretinin bir bölümüyle fon yatırımcılarının karbon ayak izlerini telafi ederek, kamuoyunda farkındalık yaratmayı amaçlamaktayız. ”



Soldan Sağa: Şeniz Yarcan Genel Müdür Yardımcısı, Cüneyt Demirkaya Grup Yöneticisi, Halil Eroğlu Genel Müdür, Onur Yurtsever Portföy Yöneticisi

'Sürdürülebilir Bankacılık' yaklaşımına yeni bir boyut kazandıracaktır. Bu kapsamda yeni bir sosyal sorumluluk projesini hayata geçirdik. Yeni proje çerçevesinde fondan elde edeceğimiz yönetim ücretinin bir bölümüyle fon yatırımcılarının karbon ayak izlerini telafi ederek, kamuoyunda farkındalık yaratmayı amaçlamaktayız. Fon yatırımcılarının bireysel karbon ayak izlerini telafi etmek üzere, onlar adına tercihen Türkiye'de gerçekleştirilen yenilenebilir enerji projelerinden sağlanan gönüllü karbon kredileri alacağız. Karbon kredileri satın alarak karbon telafisi yapmanın en büyük avantajı, küresel nitelikteki çevresel sorunların önlenmesine olan katkıdır. Ayrıca yatırımcılarla karbon ayak izini azaltmanın yolları da paylaşılacak.

Karbon ayakizi nedir?

Küresel ısınmanın başlıca sorumlusu olan sera etkisine yol açan 7 adet sera gazı bulunmaktadır. Karbon ayakizi; ulaşım, ısınma vs. gibi nedenlerden meydana gelen sera gazı salınımlarının toplamıdır. Fosil yakıtların kullanımıyla atmosfere yayılan kar-

bondioksit salınımının atmosfer üzerine bıraktığı iklim değişikliği faktördür. Diğer bir ifadeyle karbon ayakizi, karbondioksit eşdeğeri bazında ölçülen ve üretilen sera gazı miktarı açısından insanların yaşamsal faaliyetlerinden çevreye verilen olumsuzluk ölçüsüdür.

Bu fondan öncelikli olarak kimler yararlanabilecek? Şirket veya bireysel yatırım yapmak isteyenlere aynı şekilde fırsatlar sunuluyor mu?

Hem bireysel yatırımcılar hem de şir-

ketler minimum 1000 TL olmak koşuluyla katılma belgelerinden satın almışlardır. Bu fonlar özel nitelikli fonlar olduğu için sadece halka arz döneminde satın alınabilmektedir. Düşen faiz ortamında yeni bir yatırım ürünü ile alternatif piyasalara yatırım yapmak, portföylerini çeşitlendirmek ve piyasa dalgalanmalarına karşı getiri garantisi olarak korunmak isteyen tüm yatırımcılar bu fondan yararlanmıştır.

Fonun %10 getiri garantili olmasına karşın, önümüzdeki ekonomik konjunktürde ne kadarlık maksimum getiri öngörüyorsunuz?

2009 yılı geçen yıl oluşan kayıpların geri alınması ve fırsatların değerlendirilmesi için uzun vadeli bir yatırım döneminin başlangıcı olarak görülebilir. Çıkardığımız ilk getiri garantili fonla birlikte bu süreç içinde önemli bir yatırım fırsatı sunduk. Fonun dayanak varlığı Uluslararası Yenilenebilir, Enerji Verimliliği ve Atık Yönetimi endeksleri, yaşanan dalgalanmalara karşı 1 yıllık yatırım dönemiyle kazançlı ve güvenli bir yatırım alternatifi olacaktır. Minimum %10 olmak kaydıyla dünya borsalarında yaşanabilecek muhtemel bir toparlanma eğilimiyle birlikte faiz getirilerinin üzerinde bir getiri sağlamayı amaçlıyoruz.

Tipi	: B Tipi
Kurucu	: TSKB
Garantör	: TSKB
Halka Arz Tarihi	: 12/01/09-16/01/09
Yatırım Dönemi Başlangıç	: 19/01/09
Yatırım Dönemi Sonu	: 19/01/10
Getiri Garantisi	: 10%
Getiriye Katılım Oranı	: %50
Dayanak Varlık Endeks	: Eşit oranda üç endeksten oluşan bir sepet:
	1.Uluslararası Yenilenebilir Enerji Endeksi
	2.Uluslararası Enerji Verimliliği Endeksi
	3.Uluslararası Atık Yönetimi Endeksi

Toplam Fon Büyüklüğü : 15.071.000 TL (Mart 2009 itibariyle)



Serkan Anıl

ECZACIBAŞI-UBP PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.
Portföy ve Fon Yöneticisi

ECZACIBAŞI A Tipi Değişken Analiz Fon

““ Fon, portföyünün en az % 30'unu devamlı olarak hisse senetlerine yatırır ve hisse senetlerinde alınan pozisyonu Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)'nda İMKB Endeks kontratlarında korunma amaçlı kısa pozisyon olarak büyük ölçüde veya tamamen dengelemeyi amaçlar. ””

Eczacıbaşı Portföy Yönetimi hakkında bilgi verebilir misiniz?

Portföy yönetim faaliyeti Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. bünyesinde 1994 yılında başladı. Eczacıbaşı Portföy Yönetimi, portföy ve fon yönetimi konusunda birey ve kurumlara hizmet vermek amacıyla Kasım 2001'de kuruldu.

Eczacıbaşı Portföy Yönetimi, Eczacıbaşı Menkul Değerler'in kurucusu olduğu A ve B Tipi Fonların 7 adedini ve Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş'nin portföyünü yönetmektedir. Ayrıca, Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş'nin emeklilik yatırım fonlarının yönetimini gerçekleştirmektedir.

Eczacıbaşı Portföy Yönetimi, kişilere ve kurumlara özel portföy yönetimi hizmeti de sunmaktadır. Bu kapsamda hisse senedi riskli portföy yönetimi, sabit getirili portföy yönetimi, döviz portföy yönetimi ve bu ürünlerin çeşitli karmalarından

oluşturulan portföy yönetimi ürünleri bireysel ve kurumsal müşterilerimizin hizmetine sunulmaktadır.

Eczacıbaşı A Tipi Değişken Analiz Fon ve yönetim süreci hakkında bilgi verebilir misiniz?

Analiz fon, 21 Mayıs 2008 tarihinde kurulmuştur. Fonun karşılaştırma ölçütü: %95 Repo Getirisi +%5 İMKB-30 endeksi şeklindedir.

Fon, portföyünün en az %30'unu devamlı olarak hisse senetlerine yatırır ve hisse senetlerinde alınan pozisyonu Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)'nda İMKB Endeks kontratlarında korunma amaçlı kısa pozisyon olarak büyük ölçüde veya tamamen dengelemeyi amaçlar. Sermaye Piyasası araçlarına yapılan yatırımlarda riskin dağıtılması prensiplerine uygun hareket edilmesi koşuluyla hisse senetlerinin toplam değeri fon portföy değerinin en az % 30'u en çok % 100'ü olabilir. Kalan miktar ters repo ve BPP türü enstrü-

manlarında değerlendirilir.

Fonun stratejisi, İMKB Endeksine göre daha yüksek performans sağlayacak hisse senetlerinin seçilmesi ve bu hisse senetlerinde İMKB'de alınan (uzun) pozisyonun, VOB'da alınacak İMKB Endeks kontratları (kısa pozisyon) ile kısmen veya tamamen dengelenmesi suretiyle, yatırımcılara piyasanın yönünden bağımsız olarak pozitif getiri sağlanmasını hedeflemektedir. Yapısı itibarı ile doğru senetler seçilmesi ile faiz getirisinin üzerinde bir getiri sağlamayı amaçlamaktadır.

Fon, sizce hangi yatırımcılar için uygun bir yatırım enstrümanıdır?

Analiz fon, spot piyasada aldığı riski, VOB piyasalarındaki short pozisyonu ile dengelemektedir. Bu nedenle piyasa riskinin son derece sınırlı olduğu bir fon konumundadır. Fonun amacı karşılaştırma ölçütünün çok önemli bir bölümünü oluşturan repo getirisinin üzerinde bir getiri sağlamaktır. Bu fonun hedef kitlesi belli bir ölçüde hisse senedi portföyü yönetim riski almak suretiyle yatırımına faiz üzerinde getiri sağlamak isteyen yatırımcılardır. Spot piyasada taşınan pozisyonlar ile sağlanacak relatif getiri, faiz gelirinin üzerine eklendiğinde, düşen faiz ortamında kendine alternatif yatırımlar arayan faize dayalı ürünlere yatırım yapan yatırımcılar için oldukça cazip olabilir.

Önümüzdeki dönemde piyasalara ilişkin beklentileriniz nedir?

Faize dayalı enstrümanlara olan talebin kısa vade için devam edebileceğini düşünüyorum. Hem iç talep hem de dış talepteki daralmanın büyüme üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak için T.C. Merkez Bankası'nın para politikası aracı olarak faiz indirimlerine bir süre da-

“**Fonun amacı karşılaştırma ölçütünün çok önemli bir bölümünü oluşturan repo getirisinin üzerinde bir getiri sağlamaktır. Bu fonun hedef kitlesi belli bir ölçüde hisse senedi portföyü yönetim riski almak suretiyle yatırımına faiz üzerinde getiri sağlamak isteyen yatırımcılardır.**”

ha devam edebilecek olabilmesi, faize dayalı ürünlerin kısa vadede cazibesini artırıyor. Kısa vadede enflasyonist risklerin kontrol altında olması, Merkez Bankası'nın bu anlamda elini güçlendiriyor. Ancak orta ve uzun vadede faizlerin üzerinde yukarı yönlü baskılar oluşturabilecek riskler ortaya çıkabilir. Ekonomik toparlanmayı sağlamak amacı ile hükümet tarafından mali politikalar kapsamında uygulanan teşvik paketlerinin yarattığı bütçe açıklarının önümüzdeki dönemde finansmanı için borçlanma ihtiyacının artacak olması ve para politikası açısından baktığımızda ise 2008 yılında nominal olarak gerileyen Merkez Bankası parasının, 2009 yılının ilk iki buçuk aylık döneminde nominal olarak büyümesinin yaratabileceği enflasyonist tepkiler, faizler üzerinde orta ve uzun vadede baskı yaratabilecek unsurlar olabilir.

Döviz piyasalarında ise en önemli belirleyici IMF ile imzalanması beklenen anlaşma olacaktır. Yapılan

tahminler incelendiğinde 2009 yılı için ortalama 20-25 Milyar USD'lik dış finansman açığı tahmini yapılmaktadır. IMF ile yapılacak bir anlaşmanın bu miktara yaklaşan bir finansman desteğini içermesi halinde TL'nin diğer para birimlerine karşı bugün itibarı ile bulunduğu seviyelerden itibaren reel anlamda bir değer kaybına uğramayacağını düşünüyorum. Ancak finansman desteğinin beklenen boyutta olmaması ve/veya yurtdışı piyasalardaki gerginliğin daha da tırmanması halinde TL'nin diğer para birimlerine karşı reel anlamda ciddi değer kayıpları yaşaması ihtimali gözönüne alınmalıdır.

Yurtiçinde uygulanan para ve maliye politikalarının ekonomik sonuçlarını ifade eden datanın ve imzalanabilecek IMF anlaşmasının piyasalar üzerinde yaratacağı etkileri dikkatle izlemekle birlikte, hisse senedi piyasasındaki seyrin çok önemli bir diğer belirleyicisinin, yurtdışı hisse senetleri piyasalarındaki trendler olacağını düşünüyorum. Gelişmiş ülkelerin uyguladıkları büyümeyi destekleyici mali politikalar ve gevşek para politikalarının ekonomik toparlanmayı orta vadede sağlayacağını öngörüyorum. Kısa vadede ise ABD'de bankacılık sektörü üzerinde gerçekleştirilen stres testi sonuçlarının ardından sağlanacak sermaye desteklerinin ve bilançolarda bulunan toksik atık olarak tanımlanan varlıkların temizlenmesine yönelik planların uygulama detaylarının piyasalarca satın alınmasını bekliyorum. Yukarıda ifade ettiğim nedenlerden dolayı hisse senetleri piyasalarında dip noktalarının görüldüğü kanaatini taşıyorum. Yukarı yönlü hareketin boyutunu ve momentumunu ise gelecek ekonomik data ve şirket haberlerinin belirleyeceğini öngörüyorum.



Saklama hizmeti

“ Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2008 yılında Portföy Yönetim Şirketlerinin yönettikleri bireysel portföylere (yatırım fonları, emeklilik fonları ve yatırım ortaklıkları dışında) ait varlıkların saklanması hizmetini, Portföy Saklama Kuruluşu izni almış olan bankalardan sağlamaları zorunlu tutulmuştu. 1 yıllık geçiş döneminin 28 Ocak 2009 tarihinde sona ermesinden sonra sistem aktif olarak faaliyete geçti. Bu süreçte birçok banka SPK'dan saklama kuruluşu izni aldı. 2.sayımızda ilk olarak ele aldığımız Saklama Hizmeti konusunu bu sayımızda tekrar ele alarak sistemin aksayan /aksamayan yanlarını, gelecekteki beklentileri, hem saklama hizmeti alan Portföy Yönetim Şirketleri, hem de Saklama Bankaları penceresinden değerlendirdik. ”

Akbank T.A.Ş.

Krizin aşılması ve saklama bankalarının bu alandaki faaliyetlerinin, bilinirliklerinin artması ile önümüzdeki dönemde saklama kuruluşlarındaki hacmi artırması bekleniyor.

Sistemin başlaması ile birlikte bir PSK-Portföy Saklama Kuruluşu olarak dikkat çekmek istediğiniz noktalar nedir?

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) geçiş süreci olarak belirlediği Ocak 2009 sonundan itibaren "Saklamacı Kuruluş" yetkisi alan bankalar bu alanda faaliyet göstermeye başladılar. Bir kaç zorunlu ertelemeden sonra sistemin çalışmaya başlamasını olumlu değerlendiriyoruz. Uygulanmaya başlamasının üzerinden 2 aylık bir süre geçen saklama bankacılığı konusunda kapsamlı bir değerlendirme için henüz erken olmakla beraber bazı noktalara dikkat çekebiliriz.

Portföy Saklama Şubesi adı altında dizayn ettiğimiz saklama faaliyetlerimizi, konusunda uzmanlaşmış ve münhasıran bu işle görevli bir ekiple yerine getirmekteyiz.

Ülkemizde profesyonel ellere teslim edilen bireysel nitelikteki fonların ulaştığı hacim ve yatırımcı sayısı, henüz yeterli büyüklükte değildir. Bu bağlamda da, yapılan yatırımı karşılayacak üretim (saklama hizmeti) henüz verilememektedir. Halen içinde bulunduğumuz küresel krizin de Portföy Yönetim Şirketleri (PYŞ) ve dolayısıyla saklama bakiyeleri üzerinde baskılayıcı etkisi olduğunu düşünüyoruz. Gerek krizin

aşılması, gerek saklama bankalarının bu alandaki faaliyetlerinin bilinirliklerinin artması ile önümüzdeki dönemde saklama kuruluşlarındaki hacmin artmasını bekliyoruz. Konunun rakamsal boyutuna bakacak olursak, Mayıs 2008 itibarıyla 2,3 Milyar TL olan bireysel (gerçek-tüzel kişi) nitelikteki fon büyüklüğünün Kasım 2008 tarihi itibarıyla küçük bir miktar gerileyerek 2,1 Milyar TL'ye indiğini, ancak Ocak 2009 ayında 2,5 milyar TL düzeyine yaklaştığını görmekteyiz.

Konunun önemli bir başka boyutu ise, bireysel portföy varlıklarının saklamasının, iki farklı finansal kurum tarafından yapılabiliyor olmasıdır. Bir taraftan, PYŞ'ler tarafından yönetilen bireysel portföylerin SPK'dan yetki almış, bu alana yatırım yapmış saklama kuruluşları (bankaları) tarafından saklanması isteniyorken, öte yandan Yatırım ve Menkul Değerler Şirketleri tarafından yönetilen bireysel nitelikli portföylere ait varlıkların saklamaları yine kendileri tarafından yapılmaya devam edilmektedir.

Sistemin faaliyete geçmesi sektör beklentilerini karşılıyor mu? Sistemin aksayan ve aksamayan noktaları nelerdir?

Sektörün ilgili tarafları açısından



Remzi Dede

Akbank T.A.Ş. Hazine ve Sermaye Piyasaları
Bölüm Başkanı

“Mayıs 2008 itibarıyla 2,3 Milyar TL olan bireysel (gerçek-tüzel kişi) nitelikteki fon büyüklüğünün Kasım 2008 tarihi itibarıyla küçük bir miktar gerileyerek 2,1 Milyar TL'ye indiğini, ancak Ocak 2009 ayında 2,5 milyar TL düzeyine yaklaştığını görmekteyiz.”

baktığımızda;

a- Düzenleyici otorite açısından; kuruluş amacına uygun, kuvvetler ayırımı ilkesine paralel, ülkemiz sistemlerinin elverdiği ölçüde teslimat karşılığı ödeme (DvP) prensibine göre çalışan, "Chinese Wall" kuralına uyumun tam anlamı ile sağlandığı, bir çok açıdan uluslararası normlara uygun bir yapının tesis edildiğini görmekteyiz.

b- Yatırımcı açısından; Yatırımcıların sisteme olan güvenini artıran, bir anlamda maksimize eden, istediği anda portföy durumunu izleyebildiği, düzenli ve sistemli bilgi sahibi olduğu, varlıklarının eskiye nazaran mali yapısı itibariyle daha güçlü kuruluşlarda saklandığı bir düzen kurulmuştur.

c- PYŞ'ler açısından; Kısa vadede doğan saklama ücretleri sebebiyle karlılıklarında ihmal edilecek nitelikte bir azalmadan söz edilse bile, orta ve uzun vadede, sistemin artan güveni başta olmak üzere birikimlerini uzman ellere

“Ülkemizde profesyonel ellere teslim edilen bireysel nitelikteki fonların ulaştığı hacim ve yatırımcı sayısı, henüz yeterli büyüklükte değildir. Bu bağlamda da, yapılan yatırımı karşılayacak üretim (saklama hizmeti) henüz verilememektedir.”

teslim edecek yatırımcı sayısı ve miktarındaki artış sayesinde, portföylerinde büyüme yaşanacağını tahmin ediyoruz. Öte yandan, riskin dağıtılması prensibi dahilinde, deyim yerinde ise oyun artık kurallarına uygun oynanır hale gelmiştir. Hizmet vermekte olduğumuz PYŞ'ler açısından olaya baktığımızda, PYŞ ve dolaylı olarak saklama hizmeti alan müşterilerin taleplerini karşılamaktayız.

d- Saklamacı Kuruluşlar (Bankalar) açısından; Derginizin Temmuz 2008 sayısındaki söyleşimizde de ifade ettiğimiz gibi, bu görev ve sorumluluğa talip olan bankalar, SPK'nın istediği asgari şartlara uyabilmek amacı ile ciddi yazılım ve insan gücü yatırımı yaptılar. Ancak bugün itibariyle ulaşılan hacimler ve saklama komisyon oranları itibariyle karlı bir yatırım olduğunu söylemek olanaklı değil.

Konuya maliyetler açısından yaklaştığımızda, başlangıç aşamasında olunmasının da etkisiyle, tahsil edilen saklama ücretlerinin, uluslararası uygulamaların gerisinde olduğunu görüyoruz.

Bu durumun, halihazır ve potansiyel müşteriler ile PYŞ'ler açısından bir avantaj yarattığını söyleyebiliriz.

Öte yandan, uygulamanın başlamasıyla birlikte saklama bankalarında konusunda uzman elemanların yetişmesine, orta ve uzun dönemde maliyetlerin düşmesine sebebiyet verecek olumlu gelişmelerin yaşanmasını bekliyoruz. Netice olarak, sistemin planlanan kurgu paralelinde sağlıklı olarak çalıştığını görüyoruz.

Yeni dönemde PSK'ların sağlayacağı hizmetler neler olabilir?

Bireysel Portföy yöneten PYŞ'lere verilen saklama hizmetinin, konuya yatırım yapan ve SPK dan Saklamacı Kuruluş izni alan bankalarca yapılması gerekmektedir, aynı nitelikteki varlıkların Yatırım ve Menkul Değerler Şirketlerince hem yönetilip hem de saklanabilmesi mümkün bulunmaktadır. Bu konuda yeni bir düzenlemeye gidilmesinin faydalı olacağını düşünüyoruz.

Diğer taraftan; saklamacı kuruluş izni bulunan bankaların, kurumsal nitelikteki fonlara da Takasbank'ın yanı sıra saklama hizmeti verebilmesinin bu alanda yapılan yatırımın optimize edilmesine katkı sağlayacağı görüşündeyiz.

Sektörün ilgili taraflarının katılımı ile ciddi bir ön hazırlık dönemi geçirilerek hazırlanan, saklamacı kuruluş uygulaması, ülkemiz sermaye piyasalarına kayda değer bir açılım getirmiştir. Saklama hacimlerinin bugün için istenen boyutta olmamasına karşın, ekonomik istikrarın gelmesiyle beraber, yurt içindeki yatırımcılarımıza olduğu kadar, yurt dışındaki yatırımcılar açısından da büyük potansiyel barındırdığını ve gelişime açık olduğunu görüyoruz.



Türkiye İş Bankası A.Ş.

Yeni yapıya geçiş sürecinde yeni sözleşmelerin imzalanması, yeni hesap açılışı gibi zorunlu hukuki ve operasyonel işlemlerin gerçekleştirilmesi aşamasında bazı zorluklar yaşanıyor.

Sistemin başlaması ile birlikte bir PSK olarak dikkat çekmek istediğiniz noktalar nedir?

• Bilindiği üzere sermaye piyasaları kurumları arasına yeni eklenen "Portföy Saklama Kuruluşları"nın temel görevi, bireysel portföy yönetimine konu müşteri varlıklarının güvenli bir şekilde saklanmasını sağlamaktır. Saklama hizmeti çerçevesinde müşteri portföyü için gerçekleştirilen işlemlerin takasının Teslim Karşılığı Ödeme" (DVP) ilkesi doğrultusunda sonuçlandırılması sebebiyle takas işlemlerinden doğabilecek karşı taraf (counter-party) riski de ortadan kaldırılmakta ve genel sorumluluk portföy saklama kuruluşunda olmak üzere müşteri portföyleri güvenli bir şekilde korunmaktadır. Ancak, bu yeni yapıya geçiş sürecinde yeni sözleşmelerin imzalanması, yeni hesap açılışı vb. zorunlu hukuki ve operasyonel işlemlerin gerçekleştirilmesi aşamasında bireysel yatırımcıların oldukça zorlandıklarını gözlemledik. Bu durumun bireysel yatırımcıların "Portföy Saklama Kuruluşu" konusunda bilgi eksiklikleri olmasından kaynaklandığını, yeterli bilgilendirme yapıldığı takdirde tarafların operasyonlarını daha etkin yönetebileceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda, portföy yönetim şirketlerine ve esas itibari ile portföylerinin güvenli bir şekilde saklanması" konusunda

nihai yatırımcılara hizmet vermekte olan portföy saklama kuruluşlarına, portföy saklama kuruluşlarının varlık sebebinin yatırımcılara iyi bir şekilde anlatılması konusunda büyük görev düşmektedir.

Sistemin faaliyete geçmesi sektör beklentilerini karşılıyor mu? Sistemin aksayan ve aksamayan noktaları nelerdir?

• Yeni başlayan bu yapıda gerek portföy saklama kuruluşları gerekse portföy yönetim şirketleri karşılıklı olarak esnek bir çalışma anlayışı göstererek uygulamanın başarılı olmasında büyük çaba göstermişlerdir. Bu bağlamda sektör, beklendiği gibi "Portföy Saklama Hizmeti" sistemine çok kısa sürede ve başarılı bir şekilde uyum sağlamıştır diyebiliriz.

Yeni dönemde PSKların sağlayacağı hizmetler neler olabilir?

• Portföy saklama kuruluşlarının sektördeki varlığı yatırımcılar için büyük bir güvence unsuru oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde daha çok bireysel yatırımcının portföy yönetimi hizmetinden faydalanmak isteyeceğini, bu anlamda da portföy saklama kuruluşlarının portföy yönetimi hizmetinin tabana yayılmasında aktif rol oynayacağını düşünmekteyiz.



Ayşe Begüm Ulutan

Türkiye İş Bankası A.Ş.

Portföy Saklama Kuruluşu Müdür Yardımcısı

“Portföy yönetim şirketlerine ve esas itibari ile portföylerinin güvenli bir şekilde saklanması konusunda nihai yatırımcılara hizmet vermekte olan portföy saklama kuruluşlarına, portföy saklama kuruluşlarının varlık sebebinin yatırımcılara iyi bir şekilde anlatılması konusunda büyük görev düşmektedir.”



Hamit Özman
Ergoivçre Portföy Yönetimi A.Ş.

“ Yatırımlarının kişiye özel, belirli bir risk-getiri profili oluşturularak etkin şekilde yönetilmesini isteyen yatırımcılar, bu sistem ile birlikte birtakım olanaklara sahip olmuşlardır. Saklama hizmetinin en önemli unsurları müşteri bilgilerinin gizliliği, güven, teslim karşılığı ödeme işleminin uygulanması, müşterilerin periyodik olarak bilgilendirilmesidir. ”

Ergoivçre Portföy Yönetimi A.Ş.

Yeni dönemde Saklama Kuruluşları'ndan sağlanacak hizmetleri açıklar mısınız?

Saklama bankaları ile çalışılmaya başlanması ile birlikte, müşterilere ait finansal varlıkların, müşteri adına saklama kuruluşlarında açılacak olan hesaplar altında saklanması, kayıtlarının tutulması, operasyonel işlemlerinin ve vergi yükümlülüklerinin gerçekleştirilmesi gibi hizmetler, ilgili kuruluşlardan alınmaya başlanmıştır. Saklama bankaları, hisse senedi ve yatırım fonlarını Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş., devlet iç borçlanma senetlerini TCMB, Eurobondları ise uluslararası saklama kuruluşları nezdinde saklamaktadırlar. Saklama bankacılığı birimi bankanın diğer birimlerinden bağımsız olarak yapılmış olup, bu yapılanma sonucunda bankanın diğer birimlerinin saklama hizmeti alan müşteri bilgilerine ulaşmaları engellenmiştir.

Saklama kuruluşundan alınan hizmetler kapsamında müşteri talepleri sadece portföy yönetim şirketi aracılığı ile saklama kuruluşuna iletilebilir, talepler doğrudan saklama kuruluşuna yapılmaz. Ayrıca portföy saklama kuruluşu ile portföy yönetim şirketi arasındaki sözleşmenin sona ermesi veya portföy saklama kuruluşunun sermaye piyasası mevzuatında aranan şartları kaybetmesi halinde portföy yönetim şirketinin bir başka portföy saklama kuruluşu ile yeni bir sözleşme imzalayana kadar portföy saklama kuruluşunun sorumluluğu devam eder.

Hangi yatırımcılara bu hizmetler verilecek? Bu hizmetlerin yatırımcıyı ilgilendiren kısımları nelerdir?

Saklama bankacılığı hizmeti, önceleri birkaç banka tarafından yurtdışında yerleşik yatırımcılara özel bir hizmet olarak verilmekte iken artık bu hizmet, bireysel portföy yönetim hizmeti alan müşterilere de verilmektedir. Böylece,

varlıklarını sermaye piyasasında portföy yönetim şirketlerinin deneyimli ve uzman fon yöneticileri ile farklı enstrümanlara yatırım yaparak değerlendirmek isteyen yatırımcılar artık riskin dağıtılmasını esas alan bu yeni sistem sayesinde saklama bankalarının verdiği güven ile portföy yönetim şirketlerinin uzmanlığından tereddüt etmeden yararlanma olanağına kavuşmuşlardır. Portföy yönetim şirketleri tarafından her bir müşteriye ilişkin olarak hesap açımında gerekli olan bilgi ve belgelerin saklama bankasına iletilmesi suretiyle müşteri adına hesap açılacak ve hesap açılan bireysel portföy yönetim müşterilerinin tamamı bu hizmetten yararlanaacaktır.

Saklama hizmeti ile birlikte müşterilerin portföy yönetimine ait kıymetleri SPK tarafından saklama belgesi verdiği kuruluşlarda saklanacaktır. Yatırımlarının kişiye özel, belirli bir risk-getiri profili oluşturularak etkin şekilde yönetilmesini isteyen yatırımcılar, bu sistem ile birlikte birtakım olanaklara sahip olmuşlardır.

Yatırımcılar ne tür imkanlara sahip olacaklardır?

Saklama hizmetinin en önemli unsurları müşteri bilgilerinin gizliliği, güven, teslim karşılığı ödeme işleminin uygulanması, müşterilerin periyodik olarak bilgilendirilmesidir.

Portföy müşterilerinin kıymetleri diğer müşterilerinden ayrı ve gizli olarak saklanacak, müşteri işlemleri ile ilgili hem müşteriye hem de portföy şirketine raporlama yapılacak, müşterilerin işlemleri teslim karşılığı ödeme usulüne göre yapılacak (bono ve hisselerde), müşteri kıymetleri MKK ve TCMB' de açılacak hesaplarda takip edilecektir. Müşteriler kendi portföylerine ait hareketleri internet ortamından izleyebilecekler, ayrıca müşterilere hesap ekstrelere gönderilecektir.

Bender Portföy Yönetimi A.Ş.

Yeni dönemde Saklama Kuruluşları'ndan sağlanacak hizmetleri açıklar mısınız?

Geçmişte az sayıda Türk bankasının ve bazı yabancı sermayeli bankaların yurtdışında yerleşik kurumlara yönelik bir hizmet olarak sunduğu Saklama Bankacılığı hizmeti, SPK'nın yaptığı düzenlemeler doğrultusunda bireysel müşterilere yönelik portföy yönetimi hizmetinin bir ön şartı haline getirilmiştir. Saklama hizmetinin bağımsız bir kuruluş tarafından üstlenilmesi ve özellikle takas altyapısının "Teslim Karşılığı Ödeme" ilkesi doğrultusunda oluşturulması, bireysel müşterilerde portföy yönetim sektörü için azımsanmayacak önemde fayda, verimlilik ve etkinlik sağlama potansiyeline sahiptir. Ancak sistemin doğası gereği yapısal olarak ortaya çıkan yüksek işlem maliyetleri ve bunların müşterilere yansıtılması, istenmeyen yan etkiler ve verimsizliklere de yol açacaktır. Bu yüzden saklama hizmetinin sunulmasında rekabet koşullarının oluşturulabilmesi artan işlem maliyetlerini makul bir düzeye çekeceği için yaşamsal bir öneme sahiptir. Gerekli rekabet ortamının oluşabilmesi ise çok sayıda bankanın bu işe soyunmasını gerektirmektedir. Bunun ön koşulu sektörün büyüme potansiyelinin harekete geçirilmesi ve bireysel müşterilere yönelik portföy yönetimi hizmetlerinin yaygınlaştırılmasıdır. Yeni saklama sistemi bireysel müşteriler için emanelerinin güvenliğine yönelik kaygıları büyük ölçüde gidermekle beraber, getirilen yasal düzenlemelere koşut biçimde yeniden yapılandırılan saklama altyapısının sorunsuz olduğunu söylemek maalesef mümkün değildir. Bu çerçevedeki bilişim çözümleri ortak bir platform kullanmak yerine her banka için bağımsız olarak geliştirildiği için şu an için yetersiz, verimsiz ve pahalıdır. Saklama Bankacılığı hizmetleri yine doğası gereği Tahvil/Bono ve Eurobond aracılığı, döviz işlemleri, mevduat iş-

lemleri gibi diğer temel bankacılık hizmetlerini de içermektedir. Bu işlemlerin saklamacı banka bünyesinde rekabetçi fiyatlarla sağlanabilmesi saklama hizmetinin etkinliği ve verimliliği açısından büyük önem taşımaktadır.

Hangi yatırımcılara bu hizmetler verilecek ve bu hizmetlerin yatırımcıyı ilgilendiren kısımları nelerdir?

Söz konusu saklama hizmeti, münhasıran, ilgili sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde yetkilendirilmiş portföy yönetimi kuruluşlarından portföy yönetimi hizmeti alacak tam ve dar mükellef bireysel yatırımcılara sunulmaktadır. Söz konusu saklama hizmeti geçmişteki uygulamalara oranla bireysel yatırımcılara göz ardı edilemeyecek bir güvence sunmakla birlikte, önemli sayılabilecek ek maliyetler de getirmektedir. Geçmişte yatırımcılar açısından gündem dışı bırakılacak kadar önemsiz bir maliyeti olan saklama hizmeti, artık dişe dokunur bir maliyet kalemi olarak öne çıkmıştır. Bazı portföy yönetim şirketleri bu yükün bir bölümünü geçici olarak üstlenseler bile uzun vadede saklama maliyetlerinin makul bir düzeye gelmesi gerekmektedir.

Yatırımcılar ne tür imkanlara sahip olacaklar?

Yatırımcılar MKK nezdinde saklanan kıymetlerin dökümünü MKK sistemine erişerek sorgulayabilecekleri gibi banka mevduatı gibi MKK dışında saklanan varlıkları da içeren portföy dökümünü yakın bir gelecekte saklama bankalarının internet siteleri üzerinden sorgulayabileceklerdir. Geçmişte MKK nezdinde saklanan müşteri emaneleri üzerinde her türlü tasarruf yetkisi yetkili portföy yönetimi şirketleri veya aracı kurumlarda iken bugün bu yetki, müşteri portföy yönetimi sözleşmesi aracılığıyla tanınan kısıtlı yetkiler haricinde, tümüyle hesap lehtarına aittir.



Ali Nezhik Akyol
Bender Portföy Yönetimi A.Ş.
Genel Müdürü

“ Sistem in doğası gereği yapısal olarak ortaya çıkan yüksek işlem maliyetleri ve bunların müşterilere yansıtılması, istenmeyen yan etkiler ve verimsizliklere de yol açacaktır. Bu yüzden saklama hizmetinin sunulmasında rekabet koşullarının oluşturulabilmesi artan işlem maliyetlerini makul bir düzeye çekeceği için yaşamsal bir öneme sahiptir. ”



Pinar Yıldırım Doğan
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.
Operasyon Grup Yöneticisi

““ Bireysel yatırımcılar açısından Saklama'dan önceki durumla Saklama'dan sonraki durum arasındaki ana fark, müşterinin kıymetlerinin Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda Saklamacı'ya ait olan farklı bir üye kodunun altında saklanmasıdır. Bir başka değişiklik de müşterinin bilgilendirilmesi kısmında ortaya çıkmaktadır. Saklama kuruluşu ile çalışan portföy yönetim şirketlerinin müşterileri, sadece portföy yönetim şirketleri tarafından değil saklama kuruluşları tarafından da bilgilendirilmektedirler. ””

Finans Portföy Yönetimi A.Ş.

Yeni dönemde Saklama Kuruluşları'ndan sağlanacak hizmetleri açıklar mısınız?

Finans Portföy Yönetimi A.Ş. olarak 01/07/2008 tarihi itibarı ile Saklama Kuruluşu ile çalışmaya başladık. Saklama kuruluşumuzdan Bireysel Portföy Yönetimi Hizmetimiz Kapsamında Yatırım Fonları, Repo, Mevduat, Hazine Bonosu, Tahvil, Eurobond, TL ve Yabancı Para cinsinden Hisse Senedi işlemlerimiz için Takas ve Saklama hizmeti almaktayız. Ayrıca saklama kuruluşumuzdan bireysel yatırımcılarımızın vergi sorumlusu olarak da hizmet alıyoruz. Bu hizmetler aynen devam etmekle birlikte, bireysel yatırımcılarımız için gerçekleştirdiğimiz Vadeli İşlemler piyasası işlemlerinin tamamen saklama kuruluşu üzerinden sonuçlandırılmasını sağlayacak olan teknik alt yapı, saklama kuruluşu tarafından hazırlanmaktadır. 2009'un ilk yarıyılı içinde hazırlıkların sonuçlanmasını beklemekteyiz. Ayrıca herhangi bir zamanda sermaye piyasalarına daha önce örneği olmayan yeni bir ürün çıktığında, bu ürün Portföy Yönetim Şirketi ve Saklama Kuruluşu yetkililerince ortaklaşa analiz edilmekte ve sistemde gereken teknik altyapının oluşturulması için çalışmalar yapılmaktadır.

Hangi yatırımcılara bu hizmetler verilecek?

Bireysel Portföy Yönetimi hizmeti verdiğimiz tüm yatırımcılarımız bu hizmetlerden faydalanmaktadırlar. Halihazırda bizim hizmet verdiğimiz müşteri profili dışında saklama bankası, yurtdışında yerleşik bireysel ve

kurumsal müşterilere de saklama hizmeti verebilecek yapıdadır.

Bu hizmetlerin yatırımcıyı ilgilendiren kısımları nelerdir?

Esasen Saklama Kuruluşu ile çalışan Portföy Yönetim Şirketlerinin yatırımcıları ile aralarında daha önceden tesis etmiş oldukları yapıda herhangi bir değişiklik olmamıştır. Müşteri tarafından bakıldığında saklama bankasının varlığı daha önceden almış oldukları portföy yönetim hizmetinin içeriğini hiç değiştirmemiştir. Bireysel yatırımcılar açısından Saklama'dan önceki durumla Saklama'dan sonraki durum arasındaki ana fark, müşterinin kıymetlerinin Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda Saklamacı'ya ait olan farklı bir üye kodunun altında saklanmasıdır. Bir başka değişiklik de müşterinin bilgilendirilmesi kısmında ortaya çıkmaktadır. Saklama kuruluşu ile çalışan portföy yönetim şirketlerinin müşterileri, sadece portföy yönetim şirketleri tarafından değil saklama kuruluşları tarafından da bilgilendirilmektedirler.

Yatırımcılar ne tür imkanlara sahip olacaklardır?

Yatırımcılar portföy yönetim şirketlerinden aldıkları bakiye bilgisini, saklama kuruluşları tarafından kendilerine belli dönemlerde gönderilmek zorunda olan hesap ekstrelere ile karşılaştırarak kendilerini daha güvende hissetmektedirler. Portföy yönetim şirketleri açısından bir zorunluluk olmayan internet üzerinden bilgilendirmenin saklama kuruluşları için zorunluluk olması, portföy yönetim şirketi müşterileri için önemli bir avantaj olarak ortaya çıkmaktadır.



M. Barış AKÇAY
Riskactive –Genel Müdür Yardımcısı
ArGe & Projeler Grubu



Cahit Memiş
Riskactive-Danışman
Projeler Grubu

Fon seçiminde faydalanılması gereken kriterler ve fon sıralama sisteminin önemi

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) Aralık 2008 bülteninde, ABD Yatırım Fonları Enstitüsü (Investment Company Institute - ICI) tarafından hazırlanan uluslararası yatırım fonu endüstrisi istatistiklerine göre, 2008 yılı 2.çeyrekte, dünya genelinde yatırım fonu sektörünün 15.6 trilyon Euro büyüklüğe sahip olduğu belirtilmiştir. 2008 yılı 3.çeyrekte ise dünya genelinde yatırım fonu sektörü % 3,1'lik düşüşle 15,1 trilyon Euro'ya gerilemiştir. 3.çeyrek verilerine göre, yatırım fonlarında en fazla düşüş %9 ile Hisse Fonlarda (6 trilyon Euro) gerçekleşirken, Karma Fonlar %6,2 (1,5 trilyon Euro) ile ikinci sırada yer almaktadır. Bono Fonlarda (2,7 trilyon euro) değişiklik olmazken, Likit Fonlar %8,5 (3,8 trilyon

Euro) oranında yükselmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) verilerine göre, 2008 yılının Aralık ayında yatırım fonlarının net aktif değeri 23,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılı sonu ile karşılaştırıldığında net aktif değer global finansal krizin olumsuz etkisi ile %10 düşerek 26,4 milyar TL'den 23,7 milyar TL'ye gerilemiştir. Aynı dönemde, net aktif değer A Tipi fonlarda 922 milyon TL'den 598 milyon TL'ye, B Tipi fonlarda ise 25,5 milyar TL'den 23,1 milyar TL'ye gerilemiştir. Emeklilik Fonları piyasalardaki tüm olumsuzluklara rağmen büyümeye 2008 yılında da devam etmiştir. SPK verilerine göre, 2008 yılının Aralık ayında Bireysel Emeklilik Fonları'nın net aktif değeri, 2007 yılı sonuna göre

“ Türkiye’de fonların kalitesinin ölçülmesine ilişkin olarak yabancı piyasalardakine benzer çalışmaların olmayışı, bireysel ya da kurumsal müşterilerin fon tercihlerinde yanlış seçimler yapmasına yol açabilmektedir. ”

re %39,6 artarak 6,369 milyon TL'ye yükselmiştir. Emeklilik Gözetim Merkezi(EGM) verilerine göre ise, aynı dönemde katılımcı sayısı yaklaşık 1,742 bin, katılımcıların toplam fon tutarı ise 6,323 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Açıklanan rakamlar incelendiğinde, Türk sermaye piyasalarının ve fonların gelişmiş ülkeler ile karşılaştırıldığında hala oldukça küçük bir parasal büyüklüğe sahip olduğu anlaşılmaktadır. Ancak, özellikle bireysel emeklilik sisteminin gelişmesinin ardından fon yönetimi piyasasının çok daha büyük rakamlara ulaşacağı görülmektedir. Bu alanda hala fonların kalitesinin ölçülmesine ilişkin olarak yabancı piyasalardakine benzer çalışmaların olmayışı, bireysel ya da kurumsal müşterilerin fon tercihlerinde yanlış seçimler yapmasına yol açabilmektedir. Bu çerçeveden bakıldığında fonların sıralanmasının önemi bir kat daha artmaktadır. Günümüzde yerli yatırımcılar, bir yatırım/emeklilik fonunun performansını anlamak için sadece dönemsel getirisine odaklanmaktadır. Bu durum fon performansına etki eden diğer önemli faktörleri dışlamakta ve fonların yönetim kalitesine yönelik doğru bir değerlendirme yapma imkanını kısıtlamaktadır.

RiskActive Fon Sıralama Sistemi (Fund Ranking System – FRS), yedi temel grupta, elli altı performans kriteri arasından Analitik Hiyerarşi Süreci (AHS) yöntemiyle belirlenen on sekiz performans kriterinin, gruplar bazında, ağırlıklı puan toplamlarına göre fon grupları için sıralanması faaliyetidir. FRS, herhangi bir fonun değişik performans ölçütleri açısından incelenmesi için gerekli olan bütün rasyoları hesaplayarak, gerek risk gerek ise getiri bazında sıra-

lamaları ile yatırımcıya tercihlerinde yol gösterici olmaktadır. Bu sıralama içerisine, sıralama döneminin ait olduğu yıl boyunca fon türü, fon tipi değiştirilmiş ve/veya başka bir fon ile birleşmiş olan, fonun fiyat, karşılaştırma ölçütü veya fon yönetim ücreti gibi verileri eksik olan veya ulaşılmayan, asgari iki fonun bulunduğu bir alt gruba dahil olmayan fonlar dahil edilmemiştir.

FRS'de kullanılan veriler, SPK ve fon yöneticilerinin web sitelerinde açıklanan bilgiler ile Reuters, Bloomberg, Foreks gibi veri yayın firmalarının sağladığı verilerden elde edilmektedir. Hesaplamalarda fon masrafı olarak sadece fon yönetim ücretleri dikkate alınmaktadır. Karşılaştırma ölçütü getirileri brüt, fon fiyatlarına göre elde edilen getiriler net olduğundan, bu getirilerin karşılaştırılabilir olması için karşılaştırma ölçütü getirisi fon yönetim ücreti günlük olarak getiriden kesilerek netleştirilmektedir. RiskActive FRS sistemi ile, 2008 yılı Ocak-Aralık yatırım ve emeklilik fon sonuçlarının analizini yaparak siz değerli yatırımcıları bu konuda bilgilendirmenin doğru bir yaklaşım olacağını ve bilinçli yatırım tercihi için bir başka bilgiyi size sunacağını düşünüyoruz.

Yatırımcıların risk ve getiri tercihleri, FRS sisteminin yedi ana başlık altında toplanmış olan fon performans ölçütlerinden hangilerinin daha önemli olduğu konusunda yol göstericidir. Bu yedi ana başlık;

1) Fonun Getiri Performans Ölçütleri (FGPÖ)

FGPÖ ile ölçülmek istenen en önemli husus fonun getiri performansının yıllık ve aylık bazda rakiplere göre bulunduğu noktadır. Bu ölçüt fonun dönemsel getirilerini, aylık ve yıllandırılmış getiri gibi, baz alır.

2) Riske Göre Düzeltilmiş Performans Ölçütleri:

Burada ağırlıklı olarak amaç fonun aldığı riske göre, risksiz veya kabul edilebilir minimum getiri üzerinde göstereceği performansı analiz etmektir.

3) Portföy Yöneticisi Performans Ölçütleri

Bu ölçüt portföy yönetiminde önemli olan çeşitli kriterlerin fon sıralamasına katkısını da analize ederek fon yöneticilerinin performanslarının karşılaştırılmasını mümkün kılar.

4) Genel Risk Düzeyi Karşılaştırma Ölçütleri

Fon getirisinin karşılaştırma ölçütünden sapma büyüklüğü ve birbirleri arasındaki ilişkinin gücünü açıklar.

5) Mutlak Risk Düzeyi Ölçütleri

Risk bazlı performans ölçümünde giderek daha büyük önem kazanan riske maruz değer modeline dayanır. Fonun normal piyasa koşullarında oluşabilecek kaybını görmeye yarar. Fonun içerisinde bulundurduğu enstrümanlardan kaynaklanan riskini ölçer.

6) Ekstrem Piyasa Koşullarına Direnç Ölçütleri

Piyasada oluşabilecek ekstrem durumlardan (piyasalarda yaşanan kırılmalıklar ve kriz gibi) fon performansının nasıl etkilenebileceğinin analizini yaparak fonların sıralanmasına olanak tanımaktadır.

7) Farklı Piyasa Koşullarına Göre Nispi Performans Ölçütleri

Dalgali piyasa koşullarında fonun karşılaştırma ölçütüne göre nasıl hareket ettiğinin incelenmesini sağlayan ölçüttür.

Bu yedi grup içerisinde yer alan oranların, fonun aldığı puana ve grupların genel puana etkisi şu şekildedir.

GRUP	Performans Kriteri	Ağırlık	TOPLAM AĞIRLIK
Fonun Getiri Performans Ölçütleri		37,14%	
	Monthly Return	20,00%	7,43%
	Annualized Return	80,00%	29,71%
Riske Göre Düzeltilmiş Performans Ölçütleri		20,47%	
	Sharpe Ratio	67,00%	13,71%
	Sortino Ratio	23,00%	4,71%
	Treynor Ratio	10,00%	2,05%
Portföy Yöneticisi Performans Ölçütleri		18,50%	
	Annualized Alpha	33,38%	6,17%
	Fama 's Measure	14,16%	2,62%
	Information Ratio	52,47%	9,71%
Genel Risk Düzeyi Karşılaştırma Ölçütleri		10,89%	
	Tracking Error	80,00%	8,71%
	EWMA Korelasyon	20,00%	2,18%
Mutlak Risk Düzeyi Ölçütleri		5,99%	
	Annualized Downside Volatility	25,95%	1,55%
	Annualized Upside Volatility	13,41%	0,80%
	Cornish Fischer VaR	55,27%	3,31%
	Expected Shortfall	5,38%	0,32%
Ekstrem Piyasa Koşullarına Direnç Ölçütleri		3,14%	
	Maximum Drawdown	80,00%	2,51%
	Omega	20,00%	0,63%
Farklı Piyasa Koşullarına Göre Nispi Performans Ölçütleri		3,87%	
	Up Capture Ratio	70,00%	2,71%
	Up Market Percentage Ratio	30,00%	1,16%
TOPLAM		100,00%	100,00%

Fon	Puan	Derecenin
A+	90–100	Çok İyi Performans Üst Grup
A	80–89.99	Çok İyi Performans Alt Grup
B+	70–79.99	İyi Performans Üst Grup
B	60–69.99	İyi Performans Alt Grup
C+	50–59.99	Orta Performans Üst Grup
C	40–49.99	Orta Performans Alt Grup
D+	30–39.99	Düşük Performans Üst Grup
D	20–29.99	Düşük Performans Alt Grup
E+	10–19.99	En Düşük Performans Üst Grup
E	0–9.99	En Düşük Performans Alt Grup

Fonların, yapılan hesaplamalar sonucunda ve her grupta bulunan fonların standart sapmasının etkisine göre ağırlıklarla çarpılması sonucu aldığı puanlar toplanarak, yedi kriter için tek tek ve toplamda tüm kriterlere göre aldıkları puanlar hesaplanmakta ve yandaki şekilde sıralanmaktadır.

BEF KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI FONLARI

Fund Code	Genel Puan	Sıralama
Fon 1	74,5421	B+
Fon 2	71,2786	B+
Fon 3	71,2068	B+
Fon 4	70,6787	B+
Fon 5	66,6888	B

BEF KAMU İÇ BORÇLANMA ARAÇLARI (TL) FONLARI

Fund Code	Genel Puan	Sıralama
Fon 6	76,9737	B+
Fon 7	73,2658	B+
Fon 8	71,9560	B+
Fon 9	71,6073	B+
Fon 10	69,9141	B

YATIRIM FONLARI (YF) YF A TİPİ KARMA FONLAR

Fund Code	Genel Puan	Sıralama
Fon 11	78,7007	B+
Fon 12	76,2455	B+
Fon 13	75,6243	B+
Fon 14	70,6375	B+
Fon 15	70,2348	B+

YF B TİPİ TAHVİL ve BONO FONLARI

Fund Code	Genel Puan	Sıralama
Fon 16	76,0379	B+
Fon 17	74,2561	B+
Fon 18	72,8293	B+
Fon 19	71,9900	B+
Fon 20	71,4487	B+

Fon çeşidi ve fon grubu olarak genel değerlendirme yapıldığında, tüm kriterlerden alınan puanlara göre ilk beş fon

BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARI (BEF) BEF KAMU DIŞ BORÇLANMA FONLARI

Fund Code	Fonun Getirinin Performans Ölçütleri	Sıralama
Fon 2	88,1782	A
Fon 1	87,0726	A
Fon 4	76,6402	B+
Fon 3	75,6623	B+
Fon 5	71,3015	B+

BEF KAMU İÇ BOÇLANMA (TL) FONLARI

Fund Code	Fonun Getirinin Performans Ölçütleri	Sıralama
Fon 6	83,9010	A
Fon 7	80,6991	A
Fon 8	78,2617	B+
Fon 9	77,7528	B+
Fon 10	75,9619	B+

YATIRIM FONLARI (YF) YF A TİPİ KARMA FONLAR

Fund Code	Fonun Getirinin Performans Ölçütleri	Rating
Fon 11	85,2291	A
Fon 13	85,0987	A
Fon 12	85,0987	A
Fon 15	74,8238	B+
Fon 14	74,4457	B+

YF B TİPİ TAHVİL ve BONO FONLARI

Fund Code	Fonun Getirinin Performans Ölçütleri	Rating
Fon 16	85,6542	A
Fon 17	83,0962	A
Fon 18	81,3895	A
Fon 19	80,3179	A
Fon 21	80,1110	A

Tüm yatırımcılar için getirinin en büyük etken olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Ancak değerlendirmelerimizi sadece getiri odaklı yapmak rasyonel karar almamızda tek etken olmamalıdır. Getiri ölçütü baz alınarak fon grupları bazında yapılan ilk 5 sıralama sonuçları,

Bu doğrultuda yatırımcıların tercihlerinin risk alabilen, riske duysuz ya da riskten kaçınan olarak sınıflandırılması durumunda her bir sınıfın ön planda tutması gereken ölçütler aşağıdaki gibi olacaktır.

Risk Alabilen Yatırımcı için

Risk alabilen bir yatırımcının önceliği yüksek riskli varlıklar olduğu için doğal

olarak hisse ağırlıklı fonları incelemek isteyecektir. İncelemeler esnasında ağırlıklı olarak faydalanacağı ölçütler;

- 1) Fonun Getiri Performans Ölçütü
 - 2) Riske Göre Düzeltilmiş Performans Ölçütü
 - 3) Portföy Yöneticisi Performans Ölçütü
- Bu çerçevede mevcut fonları analiz ederken sadece getirilerine değil, aynı zamanda riske göre düzeltilmiş getirile-

rine bakmak, ilgili fonun aldığı risk karşılığında nasıl bir getiri yakaladığını ya da performans gösterdiğini anlamak açısından büyük önem arz eder. Bu çerçevede, yatırımcı hisse fonlara yatırım yaparken aldığı risk karşılığında en çok getiri sağlayan fonlara göre sıralama yapmış olan Riske Göre Düzeltilmiş Performans ölçütündeki sıralamalara bakacaktır.

YF A TİPİ KARMA FONLAR

Fund Code	Riske Göre Düzeltilmiş Performans Ölçütleri	Rating	Portföy Yöneticisi Performans Ölçütleri	Rating
Fon 11	89,1029	A	88,9291	A
Fon 14	77,1511	A	77,5572	B+
Fon 12	74,7701	B+	75,2939	B+
Fon 13	74,3207	B+	80,4000	A
Fon 22	73,8400	B+	73,9108	B+

Getiriye göre yapılan sıralamada ilk beş içerisinde genel bir yer değişikliği olmamıştır. Sadece, getiri olarak ilk beş içerisinde yer alan FON 15 riske göre düzeltilmiş getiri olarak ilk beş içerisine girememiş onun yerine FON22 ilk beşe girmiştir.

Riske Duysuz Yatırımcı için

Riske duysuz yatırımcıların ön plana çıkan herhangi bir fon tercihleri bulunmamaktadır. Bu grupta yer alan yatırımcılar için önemli olan sadece beklentilerini karşılayacak bir getiri elde etmektir. Bu bağlamda, öncelikli ilgi alanları yüksek getiri performanslarını analiz edebileceği Fonun Getiri Performans Ölçütü veya Portföy Yöneticisi Performans Ölçütü gibi ölçütler olacaktır. Diğer taraftan bu gruba giren yatırımcılar kendilerini herhangi bir ölçütü ile sınırlama-

dan fon tercihlerini tüm ölçütlerin ortalamaya değerine göre hesaplanmış olan genel sıralamaya göre yapabilirler. Bu sayede her şekilde kendi ölçütleri içerisinde en çok rating almış fonlardan birine yatırım yaparak hem risk hem de getiri bazında kendi grubundaki en iyi başarılı fonlardan birini tercih edebilirler.

Getiriye göre yapılan sıralama ile RiskActive FRS sistemi ile genel sıralama puanına göre yapılan sıralamada ilk beş içerisinde genel bir yer değişikliği olmamıştır.

BEF DENGELİ ESNEK KARMA FONLAR

Genel Puanına göre yapılan sıralama

Fund Code	Genel Puan	Sıralama
Fon 30	79,6486	B+
Fon 31	79,3662	B+
Fon 32	76,9427	B+
Fon 33	68,7567	B
Fon 34	67,7242	B

Getiriye göre yapılan sıralama

Fund Code	Fonun Getirinin Performans Ölçütleri	Sıralama
Fon 31	87,2505	A
Fon 30	87,1172	A
Fon 32	86,0240	A
Fon 33	75,4624	B+
Fon 34	72,8771	B+

Riskten Kaçınan Yatırımcı İçin

Riskten kaçınan yatırımcının önceliği belirli bir getiriye minimum riskle elde etmektir. Genel bir kural olarak, riskin düşük olduğu durumlarda fondan üstün bir getiri performansı beklemek çok doğru olmayacaktır. Ancak diğer yandan, en az riskli olarak en yüksek getiriye sahip fonu belirlemek ve/veya uygun risk seviyesinde yüksek getiri sağlamak önemli olacaktır. Bu konumdaki yatırımcıların bakması gereken ana ölçütler;

- 1) Genel Risk Düzeyi Karşılaştırma Ölçütü
- 2) Mutlak Risk Düzeyi Karşılaştırma Ölçütü

olmalıdır. Bu iki ölçütten ilki, fonun kendi başına riskine yönelik rasyoları içerirken, ikinci ölçüt fonun benchmark'ı yani karşılaştırma ölçütüne göre riskini analiz etmektedir. Mevcut fonların içerisinde seçim yapmaya çalışan yatırımcı, riskten kaçındığı için öncelik herhangi bir risk analizinde en düşük riski bek-

lenen likit ve bono fonları olacaktır. Söz konusu fon gruplarında yatırımcı inceleme yaparken riskle ilgili endişelerini bir kenara bırakıp artık getiri performansı açısından incelemede bulunabilir.

Bu noktada FRS yatırımcıya bir kolaylık daha sağlayarak, aynı grupta yer alan fonların getiri ya da portföy yöneticisi performansı sunan ölçütleri ile fonları sıralayabilmekte ve yatırımcının bunlar içerisinde en kaliteli olanlara yönelmesini sağlamaktadır.

BEF KAMU DIŞ BORÇLANMA FONLARI

Fund Code	Genel Risk Benchmark Karşılaştırma Ölçütleri	Rating	Mutlak Risk Düzeyi Ölçütleri	Rating
Fon 23	69,6909	B	54,3283	C+
Fon 24	63,7191	B	51,7734	C+
Fon 25	55,6345	C+	48,3613	C
Fon 26	54,8558	C+	51,7422	C+
Fon 27	49,0947	C	41,0109	C

BEF KAMU İÇ BORÇLANMA (TL) FONLARI

Fund Code	Genel Risk Benchmark Karşılaştırma Ölçütleri	Rating	Mutlak Risk Düzeyi Ölçütleri	Rating
Fon 40	51,9783	C+	43,2353	C
Fon 41	51,9613	C+	47,4163	C
Fon 42	51,7179	C+	38,3586	D+
Fon 43	51,7052	C+	35,0882	D+
Fon 44	51,6325	C+	39,7259	D+

YF B TİPİ TAHVİL ve BONO FONLAR

Fund Code	Genel Risk Benchmark Karşılaştırma Ölçütleri	Rating	Mutlak Risk Düzeyi Ölçütleri	Rating
Fon 50	53,3816	C+	46,5710	C
Fon 18	52,6974	C+	51,4990	C+
Fon 51	52,6817	C+	37,8289	D+
Fon 52	52,6109	C+	35,8663	D+
Fon 53	52,0087	C+	44,7902	C

Düşüncemiz yatırımcının fonlar ile ilgili bakışını, fonların yönetimine ve değerlendirmesine daha şeffaf olarak bakmasını sağlamakla, değerlendirmenin mümkün olacaktır. Bu şeffaflığın sağlanması ise ancak dünya standartlarında değerlendirme kriterlerinin bizim yatırımcılarımız tarafından da kullanılmaya

başlanması ile mümkün olacaktır. RiskActive tarafından geliştirilen Fon Sıralama Sisteminin (FRS) amacı Türkiye Fon Piyasasını uluslararası kullanımı olan ölçütlerle değerlendirmek ve fonların sıralanması anlamında bu ölçütleri kullanmak için bir yenilik yaratmak gerekliliğidir. Bu gereklilik sonuçları

Getiriye göre yapılan sıralamada yer alan fonların hiçbiri en az riskli fonlar arasında yer alamamıştır. Elbette risk ile getirinin doğrusallığı çerçevesinde bu durum normal karşılanmalıdır. Önemli olan konu, tüm fonların sıralaması yapıldığında optimum düzeyde risk/getiri dengesini sağlamış olan fonları bulabilmek olacaktır.

Kamu Dış Borçlanma fonları için görülen durum burada da aynen görülmektedir.

Daha önce getiriye göre yapılan sıralamada ilk beş arasında yer almış olan FON 18, risklilik olarak da düşük görülmektedir. Bu fonun başarılı olarak yönetildiğini söylemek mümkündür.

nın, yatırımcıların sektör oyuncularını zorlaması ve diğer oyuncuların farklılaşmak isteyen sektör oyuncularını için iyi bir araç olacağı kanaatindeyiz. Yapılan bu çalışmaların orijinal sonuçları üçer aylık periyotlar halinde www.riskactive.com web sitesi altında yayınlanmaktadır.



Hüseyin Gayde
İş Portföy Yönetimi A.Ş.
Araştırma | Müdür Yardımcısı

Amerika'da Resesyon Dönemleri

Yaşadığımız küresel krizin baş aktörü olan ABD, geçmiş yıllarda da birçok krizlerle karşılaşmış ve bunu takip eden resesyonlar da ülke ve dünya ekonomilerini etkilemiştir. İlk resesyon Birinci Dünya Savaşı sonrasında 1918-1921 döneminde görülmüştür. Ardından 1929 buhranı dünya

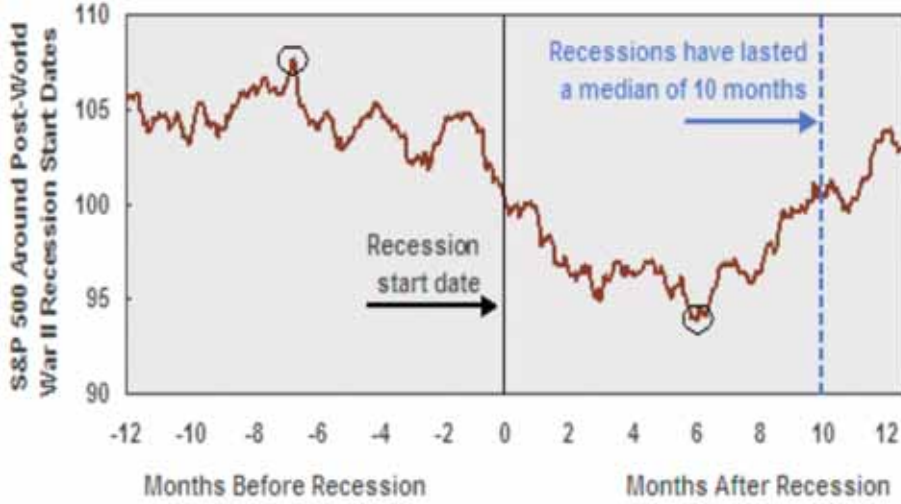
borsalarının zor duruma girmesine ve Amerikan bankacılığının çöküşüne neden olmuştur.

Resesyon dönemlerinde Amerikan borsalarında bazı sektörlerde ciddi düşüş gözlenirken, belli sektörlerin ise makro ekonomideki küçülmeye rağmen piyasa değerlerini artırdığı görülmüştür. Genel olarak resesyon dönemlerinde sanılanın aksine his-

se senetleri ciddi düşüşler göstermemiştir.

Amerika'da resesyon dönemlerini, sürelerini ve nedenlerini aşağıdaki tabloda özetleyebiliriz. 2001 yılından sonra tüm dünyada yaşanan büyümenin ardından 2008 yılında gelen kriz küresel boyutta hissedilmektedir.

İsim	Dönem	Süre	Nedenleri
1. Dünya Savaşı Sonrası	1918-1921	3 yıl	Avrupa'daki ciddi hiperenflasyon Amerika'daki üretimi vurdu. Ayrıca savaş dönemi üretiminin sona ermesi ve savaştan dönen askerlerin işsizliği artırması kısa süren ama ciddi etkiler yaratan savaş sonrası resesyonuna yol açtı.
Büyük Buhran	1929	10 yıl	Dünya borsalarının zor duruma girmesi ve Amerikan bankacılığının çöküşü ana sebepler olarak sıralanabilir.
1953 Resesyonu	1953-1954	1 yıl	Kore savaşı sonrasındaki enflasyonist dönemde fonların büyük bir oranı milli güvenlik harcamalarına kaydırıldı. FED, 1952'de enflasyon artışını önlemek amacıyla sıkı para politikası uygulamasına geçti.
1957 Resesyonu	1957-1958	1 yıl	1957 resesyonundan iki yıl oncesine kadar sıkı para politikası uygulanması ve 1957 yılının sonlarına doğru politikaların gevşetilmesi sonucu 1957'de GDP'nin %0.8'i oranında fazla veren bütçe, 1958'de %0.6 ve 1959'da 2.6% oranında açık vermiştir.
1980'lerin başı	1980-1982	2 yıl	1979'daki İran Devrimi dünya çapında petrol fiyatlarının artmasına ve 1979 Enerji krizinin doğmasına yol açmıştır.
1990'ların başı	1990-1991	1 yıl	Sanayi üretimi ve ürünlerin ticaret hacmindeki düşüş bu krize sebep olmuştur.
2000'lerin başı	2001-2003	2 yıl	E-ticaret balonunun patlaması, 11 Eylül terör olayları, Muhasebe & Denetim şirketi skandalları 2000'lerin başında Amerikan ekonomisinin küçülmesine neden olmuştur.



Yandaki grafik son 10 resesyonun ortalamasını göstermektedir. Piyasaların resesyon başlamadan ortalama 7 ay önce zirve, başladıktan 6 ay sonra ise dip yaptığı gözlenmektedir.

Kaynak: Ned Davis Research, Inc., 2002

Son Dört Resesyonda Sektörlerin Ortalama Performansı

Aşağıdaki matrixte sektörlerin son dört resesyonda üretimlerindeki performansları (dikey) ve üretimdeki büyüme ivmeleri gösterilmiştir (yatay). Sektörler resesyon dönemlerinde üretim artışı/azalışına göre ve üretimdeki değişimin ivme kazanıp/kaybet-

mesine göre sınıflandırılmıştır. Buna göre 'Momentum Decliners' grubunda yer alan iletişim ekipmanları, yarı iletken ve türevi elektronik aletler ve sanayi enerji üretimi sektörleri resesyonda üretimlerini artırmışlardır. Ancak, üretimdeki artış dönemi içerisinde ivme kaybetmiştir. 'Quick Recoverers' grubunda yer

alan beyaz eşya, çelik, plastik, tekerlek ve hafif ticari araçlar resesyon döneminde üretimlerinde düşüş yaşayıp küçülmüşlerse de resesyondan en hızlı çıkan sektörleri oluşturmuşlardır. İkinci sütunda da gösterildiği gibi resesyonda en düşük değerden en yüksek değere hızlı bir şekilde çıkmışlardır.

Average Sector Performance during Past Four Recessions (Median Sector Output Growth Rate %)

		Changes in Growth During Recessions					
		Slow Down		Accelerate			
Performance During Recessions	Sector	Momentum Decliners		Growth Sectors			
		Growth During Recessions	Change in Growth	Growth During Recessions	Change in Growth		
Grow	Commercial and other electricity sales	8%	0%	Beef	5%	3%	
	Communications equipment	8%	0%	Canned and frozen food	8%	4%	
	Concentrated milk	26%	-2%	Computer and office equipment	33%	4%	
	Semiconductor and related electronic components	14%	-5%	Drug and medicines	12%	4%	
				Frozen desserts	11%	4%	
				Hydro and nuclear generation	20%	4%	
				Milk and milc. dairy products	4%	1%	
				Residential electricity sales	14%	5%	
	Decline						

Kaynak: LEK Consulting 2002

'Decliners' segmentinde yer alan kimya, inşaat, sanayi makineleri, ve doğalgaz gibi sektörlerin resesyonda üretimleri negatif bir ivmeyle azalmıştır.

Gıda, bilgisayar ve ofis ekipmanları, ilaç, hidro & nükleer enerji üretimi, ve konut elektrik üretimi sektörleri 'Growth' segmentine dahil olmuştur. Bu sektörler, resesyonda üretimlerini artıran bir ivme ile büyümeye başlamışlardır.

2007 Resesyonunda Sektörlerin Borsa Performansları

National Bureau of Economic Research 11 Aralık 2008'de yaptığı açıklamada Amerika'da Kasım 2001'de başlayan ekonomik büyüme döneminin, Aralık 2007'de zirve yaptığını ve

ekonomik resesyon döneminin bu tarihte başladığını belirtmiştir. Aşağıda Aralık 2007'den günümüze belli sektörlerin performansları büyükten küçüğe sıralanmıştır. Aralık 2007'den Ocak 2009'a kadarki dönemi incelediğimizde %26.48'lik artışla 10+ yıllık tahviller-

rin en iyi performansı kaydettiğini gözlemliyoruz. Öte yandan, 2001 krizinde en iyi performansı gösteren GYO sektörünün içinde bulunduğu- muz krizde en kötü performanslardan birini gösterdiği; altının ise ikinci en iyi performansı gösterdiği ölçülmüştür.

Varlık	Endeks	Performans Ara 2007 - Ocak 2008	Sıralama
Bono - 10 + Yıllık	Treasury Bond Indices	26.48%	1
Altın	Gold Spot Price	5.77%	2
Döviz	EUR USD	-4.32%	3
Gümüş	Silver Spot Price	-22.99%	4
Hisse - Emerging Markets	Templeton Emerging Market Funds	-26.74%	5
Utilities	Dow Jones Utilities Index	-30.38%	6
Hisse - US Industrial	Dow Jones Industrial Average	-33.34%	7
Hisse - US Small Cap	Russell 2000	-34.80%	8
EMTIA	CRB Index	-36.01%	9
Hisse - US Large Growth,	S&P 500 Index	-38.49%	10
Hisse - US Broad	Russell 3000	-38.70%	11
Hisse - US Large Cap	Russell 1000	-39.02%	12
Hisse - US Tech & New	Nasdaq Composite Index	-40.54%	13
GYO	Bloomberg REIT Index	-41.44%	14
Hisse - Industrialized Foreign	MSC World Index	-42.08%	15
Petrol	Light Sweet Crude Oil Price	-53.46%	16

• Önceki resesyonlardan farklı olarak Amerika'da hemen hemen tüm sektör endekslerinin Aralık 2007'den günümüze piyasa değerlerini yitirdikleri gözlenmektedir. Bunlardan banka, finans, sigorta, bilgisayar ve sa-

nayi endeksleri en sert düşüşleri yaşamışlardır.

• Öte yandan ulaşım ve biyoteknoloji endeksleri belirtilen dönemin başında biraz yükseliş kaydetse de 2008 sonlarına doğru onlar da değer yitirmişlerdir.

2001 Resesyonunda Sektörlerin Borsa Performansları

Yandaki tabloda yeşille belirtilmiş satırlar resesyonda en iyi performans gösteren sektörleri, kırmızı ile gösterilen satırlar ise en kötü performansı kaydeden sektörleri yansıtmaktadır. Tabloda da görüleceği gibi bir önceki resesyonda %12 yükseliş gösteren petrol, 2001 resesyonunda %30 düşüş kaydetmiştir. Ayrıca Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının en iyi performansı sergilediği gözlenmektedir. Çünkü düşük faizlerin gerçekleştiği resesyon dönemlerinde GYO gibi sektörlerin borsada daha iyi performans sergilediği gözlenmektedir. Bugün yaşadığımız krizde ise böyle bir durumun oluşması beklenmemektedir.

Asset	Proxy Index	Performance March 2001 - Nov 2001	Performance Rank
Bonds - Corporate	Dow Jones Corporate Bond Index	1.73%	4
Bonds - Treasury (10 Yr)	Treasury Note Futures Price	1.49%	5
Bonds - Treasury (30 Yr)	Treasury Bond Futures Price	-1.56%	8
Commodities	CRB Index	-12.87%	16
Currencies	US Dollar Index	4.21%	2
Gold	Gold Futures Price	2.66%	3
Oil	Light Sweet Crude Oil Futures Price	-30.57%	18
Real Estate - Investment	NAREIT Index	6.20%	1
Silver	Silver Futures Price	-6.55%	15
Stocks - Emerging Market	Templeton Emerging Markets Fund	-3.97%	14
Stocks - Industrialized Foreign	MSCI World Index	-1.65%	9
Stocks - US Broad	Russell 3000	-3.24%	10
Stocks - US Industrial	Dow Jones Industrial Average	3.49%	12
Stocks - US Large Cap	Russell 1000	-3.55%	13
Stocks - US Large Growth	S&P 500 Index	-3.45%	11
Stocks - US Small Cap	Russell 2000	0.52%	6
Stocks - US Tech & New	Nasdaq Composite Index	0.37%	7
Utilities - US Broad	Dow Jones Utilities Index	-5.96%	17

• Sektörel borsa performansı analizi Banka, Finans ve Sigortacılık sektörlerinin 2001 resesyonundan olumsuz etkilenmediklerini, hatta piyasa değerlerinin arttığını göstermektedir.

• Öte yandan, telekom, bilgisayar, altyapı hizmetleri ve biyoteknoloji sektörleri resesyondan ciddi ölçüde etkilenmişlerdir. Grafiklerden de anlaşılacağı gibi resesyon öncesi döneme göre piyasa değerlerinde ciddi bir düşüş yaşanmıştır.

1990-91 Resesyonunda Sektörlerin Borsa Performansları

Yeşil satırların en iyi, kırmızı satırların ise en kötü performansı gösterdiği aşağıdaki tabloda petrol 1991'de en iyi performansı gerçekleştiren sektör olmuştur. Ancak petroldeki artışın sebebi makro ekonomik konjonktür değil, Irak ve Kuveyt'in Körfez Savaşı nedeniyle piyasaya yeterli petrol arzını sağlayamayacağı korkusudur. Bu korkunun yersiz olduğunun anlaşılmasının ardından petrol fiyatları normal seviyelerine geri dönmüştür. Ayrıca, resesyon dönemlerinde iyi performans gösterdiğine inanılan altın, 1991 resesyonunda sadece %0.85 artış göstermiştir.

Asset	Proxy Index	Performance July 1990 - March 1991	Performance Rank
Bonds - Corporate	Dow Jones Corporate Bond Index	2.81%	6
Bonds - Treasury (10 Yr)	Treasury Note Futures Price	2.30%	8
Bonds - Treasury (30 Yr)	Treasury Bond Futures Price	2.11%	10
Commodities	CRB Index	-6.46%	16
Currencies	US Dollar Index	2.21%	9
Gold	Gold Futures Price	0.85%	12
Oil	Light Sweet Crude Oil Futures Price	12.36%	1
Real Estate - Investment	NAREIT Index	-0.59%	13
Silver	Silver Futures Price	-20.41%	18
Stocks - Emerging Market	Templeton Emerging Markets Fund	-12.23%	17
Stocks - Industrialized Foreign	MSCI World Index	-5.37%	15
Stocks - US Broad	Russell 3000	3.18%	5
Stocks - US Industrial	Dow Jones Industrial Average	-2.23%	14
Stocks - US Large Cap	Russell 1000	3.31%	3
Stocks - US Large Growth	S&P 500 Index	2.68%	7
Stocks - US Small Cap	Russell 2000	0.93%	11
Stocks - US Tech & New	Nasdaq Composite Index	3.24%	4
Utilities - US Broad	Dow Jones Utilities Index	5.34%	2

Kaynak: Bloomberg

- Temmuz 1990 - Mart 1991 dönemini kapsayan resesyonda sanayi, altyapı hizmetleri ve ulaşım sektörlerinin piyasadaki değerleri düşmüştür.
- Ancak banka ve sigortacılık sektörleri 1990-1991 resesyonundan etkilenmemiş, piyasa değerlerini yükseltmişlerdir.

1981-82 Resesyonunda Sektörlerin Borsa Performansları

• Ocak - Temmuz 1980 ve Temmuz 81 - Kasım 82 olarak iki döneme ayrılan resesyonda sektörlerin borsa performanslarına dair verilerin alt kırılımlarına ulaşmak güç olsa da elde olan veriler, sanayi ve ulaşım sektörlerinde düşüşün; altyapı hizmetlerinde ise yavaş bir seyrin gerçekleştiğini göstermektedir.

SONUÇ:

Resesyon dönemlerinde Amerikan borsalarında belli sektörlerin ciddi düşüş, belli sektörlerin ise makro ekonomideki küçülmeye rağmen piyasa değerlerini artırdığı gözlemlenmiştir. Genel olarak resesyon dönemlerinde sanılanın aksine hisse performansları ciddi düşüşler göstermemiştir. Yandaki tabloda hisselerin resesyondan 6 ay öncesi ve sonrası piyasa performansları yansıtılmaktadır.

Stocks and Recessions			
Recessions don't always coincide with stock drops. Performance change in the S&P 500 index before, during and after recessions.			
Recession period	Six months before	During recession	Six months after
Dec. 1969 - Nov. 1970	-8.9%	-11.3%	20.5%
Nov. 1973 - March 1975	1.1	-24.7	6.5
Jan. 1980 - Nov. 1980	5.8	5.8	18.8
July 1981 - Nov. 1982	-3.8	1.9	23.0
July 1990 - March 1991	-0.5	2.5%	7.7
March 2001 - Nov. 2001	-18.3	-8.1	-6.3

Source: Standard & Poor's

Kaynak: theinvestingpig.com

Bu tabloya göre son 6 resesyon döneminin yarısında borsalar olumlu getiri kaydetmişlerdir. Geçmiş resesyonların çoğunda resmi resesyon tarihinden 6 ay önceki dönemde piyasalar negatif performans sergilemişlerdir. Bu da piyasaların realizasyona göre değil beklentilere göre hareket ettiğini bir kez daha kanıtlamaktadır.



Belma Öztürkkal

University of Texas at Dallas
belmao@utdallas.edu

“Hisse yatırımlarında düzgün bir kontrol sisteminin olmamasının maliyetinin yaşanmış bir örneğini anlatmak istiyorum. Enver Hoca'nın özel mülkiyeti yasaklayan komünizm sisteminden bir dönüşüm yaşayan geliri düşük Arnavutluk halkının yüksek beklentileri, 1991 yılında 'piramit ürünler' adı altında pazarlanan ürünlere talebi patlattı. Bankacılık sektörü yetersiz olduğu için piyasanın ihtiyacını karşılayamıyordu.”

Piramit ve lale soğanı ile finans ilişkisi

Psikolojinin fiyatlar üzerindeki etkisini gösteren en eski örneklerden biri, İstanbul'dan Hollanda'ya götürülen lale soğanlarının hikayesidir. Lale soğanlarının spekülatif olarak alınıp satılması ile fiyatları inanılmayacak kadar hızla yükseldi.

Davranışsal Finans konusundaki çalışmalar psikoloji, nörobilim, ekonomi konularındaki çalışmalar ile ortaklaşa yürütülüyor. Bu çalışmaların faydalarını belki aşağıda anlatacağım iki dramatik örnek bize en net şekilde gösterecektir. Finans Profesörü Meir Statman, hisse senedi yatırımcılarını en çok etkileyen duyguların ümit ve korku olduğunu söylüyor.

Psikolojinin fiyatlar üzerindeki etkisini gösteren en eski örneklerden biri, İstanbul'dan Hollanda'ya götürülen lale soğanlarının hikayesidir. Lale soğanlarının spekülatif olarak alınıp satılması ile fiyatları inanılmayacak kadar hızla yükseldi. Pek çok kişi bu gelişmenin fırsat vadettiğini düşündü ve bu fikre inanarak bu konu ile ilgili hiç bilgisi olmayan insanlar da bu piyasada aktif işlem yaparak fiyatların hızlı olarak yükseldiği bir piyasa yarattılar. İlk başta herkes için çok cazip görünen bir yükseliş ve hızla kazanılan gelir, lale soğanı alımını daha da körükledi. Bu dalganın devam edeceği düşüncesi ile, bir çok kişi lale soğanı ticareti işine girdi ve vadeli olarak lale soğanlarını aldı. 1636 yılında lale soğanları, Avrupa'da borsalarda işlem görmeye başladı. İlk

başta fiyatlardaki hızlı yükseliş, çok fazla sayıda kişinin piyasaya girmesi ve bu döngü sonucu fiyatların daha da aşırı yükselişi gerçekleşti. Bunun sonucunda fiyatlar aynı hızlı yükselişi devam ettirmedi ve piyasadaki fiyatlar hızla düştü. Bu sebeple lale soğanı almak ve gelirlerini yükseltmek amacı ile evlerini, ellerindeki varlıkları satarak lale soğanı ticaretine giren bazı kişiler iflas ettiler.

Tarihteki psikoloji ve finansın ilişkisini çok net bir şekilde gösteren bu durumun, Türkiye'den Hollanda'ya giden lale soğanları ile başlaması da ilginç bir tesadüftür. Bu olayda insanların mantık dışı beklentileri, psikolojik olarak gerçek olamayacak sürekli bir fiyat yükseliş durumunu beklemelerinin esas sebebi oldu. Bu şekilde yapılan alım işlemleri ise yatırım olmaktan çıkarak kumar tanımına giriyor. Türkiye'nin, İstanbul'un- Constantinople olduğu dönemlerde yani 12. yüzyılda dünyanın kumar merkezi olması, belki bu coğrafyada yaşayan kişilerin özellikle dikkatli olmasını gerektiriyor olabilir.

Spekülatif alım ve satımların piyasayı suni bir şekilde etkilemesi sonucunda oluşan kayıplar dışında, kötü niyetli şirket hissedarlarının yatırımcıları yanıltma-

“ Spekülatif alım ve satımların piyasayı suni bir şekilde etkilemesi sonucunda oluşan kayıplar dışında, kötü niyetli şirket hissedarlarının yatırımcıları yanıltarak hisse senetlerini suni yüksek fiyattan satması da üzerinde durulması gereken bir durumdur. ”

arak hisse senetlerini suni yüksek fiyattan satması da üzerinde durulması gereken bir durumdur. 2001 yılında yapılan düzenlemelerden sonra, Türkiye’de finans sektöründeki denetim kurumları oldukça etkin bir şekilde iş-



liyor ancak dünyada Enron, AIG, Bernie Madoff gibi pek çok örnek olduğu gibi bizim de geçmişimizde de Kastelli, Kombassan, batık bankalar gibi problemlerimiz var.

Hisse yatırımlarında düzgün bir kontrol sisteminin olmamasının maliyetinin yaşanmış bir örneğini anlatmak istiyorum. Enver Hoca'nın özel mülkiyeti yasaklayan komünizm sisteminden bir dönüşüm yaşayan geliri düşük Arnavutluk halkının yüksek beklentileri, 1991 yılında 'piramit ürünler' adı altında pazarlanan ürünlere talebi patlattı. Bankacılık sektörü yetersiz olduğu için piyasanın ihtiyacını karşılayamıyordu. Kredi ihtiyacı olan şirketler için kaynak yaratan, resmi olmayan bir kredi piyasası ilk başta ekonomiye faydalı olduğu düşünülerek desteklendi. Daha sonra o kadar iyi niyetli olmayan ve topladıkları paraları kendi hesaplarına kullanan şirketler, piramit ürün sistemi adı verilen sisteme dönüştüler. Halkın büyük bir kısmı finansal ürünler ve piyasalar konusunda bilgi sahibi değildi. 1995 yılında fakirlik çok yüksek bir seviyeye ulaşmıştı. İnsanlar ne kadar büyük bir risk aldıklarını bilmeden bu ürünlere yöneldiler. Negatif bir risk primi taşıyan ürünleri almaktan başka çareleri olmadığını düşünerek, bu ürünlere yoğun talep gösterdiler. Piramit sistemlerde yüksek bir getiri önerilerek önceki yatırımcılara sonra gelen yatırımcıların paraları ile ödeme yapıldı. Öyle ki enflasyonun %5 olduğu ülkede piramit şirketler yılda %100 getiri vaadediyorlardı. Son dönemde şirketlerden biri iki ayda ana parayı iki katına çıkarmayı vaadediyordu. Bu şirketlerin yüksek getiri rekabetleri, şirket gelirinin üzerinde seviyelerde olduğu için pasifler aktiflerden daha yüksekti. Bu sebeple şirketler batacak hale geldiler. Pek çok devlet memuru da bu şirketlerden kişisel olarak menfaat sağladılar. Arnavutluk'ta 1996 yılında piramit yatırımları tüm ülkenin gayri safi milli hasılasının yarısına kadar ulaşmıştı. Arnavut-



luk halkı bu yatırımları yapmak için evlerini, çiftçilikle uğraşanlar canlı hayvanlarını sattılar.

1997 yılında bir çok piramit faaliyet gösteren şirket iflasını ilan etti ve bu durum halk içinde kargaşa yarattı. Çıkan olaylarda 2000 kişi hayatını kaybetti. Ancak bu iflaslardan sonra parlamento piramit sistemi yasaklayan bir kanun çıkardı. Kısa bir süre sonra da hükümet istifaya zorlandı. Yerine bir koalisyon hükümeti göreve geldi. Devalüasyon oldu.

Bu örnekleri çoğaltmak mümkün. Psikolojik durumun yatırım kararlarına etkisi, üzerinde çok fazla çalışma yapılan bir konudur. İnsan beyninde hangi merkezlerin hangi duygularla aktive olduğu çalışmaları dahi yapılıyor. Önümüzdeki dönemde insanların yanlış yatırım kararları almalarına engel olacak çalışmaları üniversiteler ve finans sektörü birlikte sürdürecekler.

Kaynak: MacKay, Charles "Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds" 2008 BN Publishing
Jarvis, Christopher "The Rise and Fall of Albania's Pyramid Schemes" IMF Finance and Development 2000, Vol 37 Number 1



Turgay Tanes

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği
(GYODER) Başkanı

Gayrimenkul sektöründe son gelişmeler

Krizin ve tedbir paketlerinin yansımaları, önümüzdeki döneme ilişkin beklentileri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği Başkanı Turgay Tanes, Kurumsal Yatırımcı'ya değerlendirdi.

2008 yılında global kriz etkisini inşaat sektöründe nasıl gösterdi?

Her sektörü olduğu gibi inşaat sektörünü de etkileyen krizin yansımalarını 2008 yılı içinde gözlemledik. Tüketici taleplerinin ertelenmesi, girdi maliyetleri ve krizden önce de sorun halinde olan arsa maliyetleri sektörü yavaşlattı. Son dört yılda gözlemlenen büyüme rakamlarındaki artış yerini 2008 yıl sonunda %7,6 daralmaya bıraktı.

2009 yılı ilk üç ayı nasıl başladı, önümüzdeki dönemde nasıl gelişmeler bekliyorsunuz?

2008 yılında yaşadığımız karamsar tabloya rağmen hükümetin müdahaleleri ve kriz paketleri ile sağlanan teşvikler, bazı eksikler barındırmakla birlikte sektörde olumlu hava yaratmıştır. 2010 yılının sonlarına doğru sektörün yavaş bir büyüme seyrine girmesini beklemekteyiz.

İnşaat sektörünün, durgunluğu atlatması için ne tür önlemler alınmalı?

Arz kanadını bir takım teşviklerle canlandırmanın yanı sıra, talep kanadının sübvansede edilmesi yoluyla hem ertelenen talebin piyasaya döndürülmesi hem de yeterli gücü olmayan tüketicinin ihtiyacının karşılanması sağlanabilir.

Açıklanan ekonomik paketler incelendiğinde, gayrimenkul sektörünün genelinden ziyade konut odaklı olduğu gözlemlenmektedir. Üç aylık KDV indirimi gibi teşvikler üst gelir grubu için cazip olsa da asıl ihtiyaç sahibi olan orta ve alt gelir grupları için yeterli değildir. Türkiye'nin konut stoğunun büyük çoğunluğu 150 m²'nin altındadır ve indirim tabii değildir. Son açıklanan pakette binde 15 olan tapu harçları hem alıcı hem satıcı için binde 5'e düşürüldü. İndirimler sektör için olumlu hava yaratsa da üç ayla sınırlı tutulmamalıdır.

Gayrimenkul sektörünün bir bütün olarak düşünülmesi de önemlidir. Sadece konut değil, diğer alt segmentlerde de teşvik paketleri olmalıdır. İnşaat girdi maliyetlerinin ve arsa maliyetlerinin düşmesi ge-

rekmettedir. Özellikle bazı girdi fiyatlarında yıl içinde keskin bir düşüş gözlemlense de uzun vadede bakıldığında artışta olduğu dikkat çekmektedir.

Arsa fiyatları son yıllarda yapılan ihalelerde de ciddi artışlara maruz kalmıştır. Toplam inşaat maliyetinin neredeyse %50'sine varan arsa maliyetleri yüzünden orta gelir grubuna yeterli üretim yapılamamış, konut fiyatları da oldukça yüksek şekillenmiştir. Arsa sorununun da devlet teşviğiyle çözümlenmesi gerekmektedir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının sektördeki rolü ne olmalıdır?

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının en köklü olduğu Amerika'da; GYOlar belli alt segmentlerde uzmanlaşmışlardır (ofis, konut, avm, okul vs). Türkiye'de ise GYOlar portföylerinde çeşitliliğe yer vermektedirler. Gayrimenkul sektöründe çok başarılı inşaat firmaları uzun yıllardır faaliyetlerini sürdürmektedirler, ancak GYOların geçmişi sadece 12 yıldır. GYOlar sektörde kurumsal-

laşmaya, şeffaflaşmaya ve profesyonelleşmeye önemli katkı sağlamaktadırlar. GYOlar kurumsal yapıları ile sektörde öncü bir rol oynamaktadırlar ve kayıtdışılığın yaygın olduğu sektörde yasal yapılanmaları, şeffaf denetim sistemleri ile örnek teşkil etmektedirler. Çeşitlendirme yoluyla riskin dağıtılması da yatırımcılar için gayrimenkul yatırım ortaklıklarını cazip kılan önemli bir unsurdur.

Özellikle AVM'lere yabancıların ilgisi- ni gelecekte nasıl bekliyorsunuz?

Gayrimenkul sektöründe en hızlı gelişmeyi AVMlerin gösterdiğini söylemek yanlış olmaz. Mevcut durumda Türkiye'de yaklaşık 200 AVM bulunmaktadır. Yabancı yatırımcılar da yatırım planlarında diğer alt segmentlere nazaran AVMleri ağırlıklı olarak tercih etmişlerdir. Hem büyük illerimizi hem de Anadolu'daki illerimizi kapsayan yatırımlar yapmaktadırlar. Son dönemde kriz nedeniyle yatırım planlarını erteleleyen hem yerli hem yabancı yatırımcılar

Gayrimenkul sektörünün bir bütün olarak düşünülmesi önemli. Sadece konut değil, diğer alt segmentlerde de teşvik paketleri olmalıdır. İnşaat girdi maliyetlerinin ve arsa maliyetlerinin düşmesi gerekmektedir. Özellikle bazı girdi fiyatlarında yıl içinde keskin bir düşüş gözlemlense de uzun vadede bakıldığında artışta olduğu dikkat çekiyor.



basında sıkça yer buldu. Ancak, yapılan araştırma sonuçlarında yabancı yatırımcılar, halihazırda Türkiye'yi en cazip ülkelerin arasında görmekteyiz. Gelecekte de mevcut ilginin devam etmesini beklemekteyiz.

İstanbul dışında Türkiye genelinde yatırım potansiyeli olan iller hangileri olabilir?

Bu konu, gayrimenkul sektöründe alt segmentler itibarıyla değerlendirilmelidir. İlleri tespit ederken çoklu kriterler gözönüne alınmalıdır. GYODER, Türkiye'deki iller bazında raporlar oluşturarak 2015 öngörülerini açıklamıştır. Türkiye'de yatırım potansiyeli her ilde mevcut olmakla birlikte, bazı illerimiz lojistik, bazı illerimiz konut, bazı illerimiz alışveriş merkezi gibi konularda ön plana çıkmaktadır.

Orta gelir grubuna yönelik yapılan yatırımları yeterli midir?

Türkiye'de her yıl doğum, göç, konut yenileme ihtiyacı gibi sebeplerle 500 bin gibi bir konut açığı bulunmaktadır. Ancak, ihtiyaç sahiplerinin sadece %20'si gerekli maddi güce sahiptir. Konut açığının yaklaşık %50'si ise İstanbul'da yer almaktadır.

Üst gelir grubu için çok seçenek olmasının yanı sıra dar ve orta gelir grupları için az sayıda arz vardır. Bunun en önemli sebepleri arasında arsa maliyetleri ve inşaat girdi maliyetleri nedeniyle yatırımların maliyetlerinin artması olarak gösterilebilir.

Bir sivil toplum kuruluşu olarak önümüzdeki dönemdeki etkinlikleriniz nelerdir?

Bu yıl 9. Gayrimenkul Zirvesini düzenleyeceğiz. Zirveyi bu yıldan itibaren farklı bir platformda konumlandırmaya başlıyoruz. Dünyanın en büyük fuar organizatörü Reed Exhibitions ile organize edilecek İSTANBUL REstate fuarı 2-3-4 Haziran tarihlerinde Lütfi Kırdar Uluslararası Kongre ve Sergi Sarayında düzenlenecektir. Sektör için bir ilk olacak İstanbul REstate, uluslararası katılımlı bölgesel bir fuardır, ayrıca zirveyi içinde barındırmasıyla dünyada da ilk olma özelliğini de taşımaktadır. 5 bini aşkın ziyaretçi beklediğimiz fuarın katılımcı profili belediyeler, GYO'lar, proje geliştiriciler, danışmanlar, gayrimenkul yönetim şirketleri, perakendeci ve bayiler ile medyadan oluşacaktır. Gayrimenkul Zirvesi 9, bu yıl 2 Haziran'da düzenlenecektir ve zengin içeriği, üst düzey konuşmacı ve katılımcıları ile İSTANBUL REstate'in kalbini oluşturacaktır.

3-4 Haziran'da ise ulusal ve uluslararası paralel oturumlar fuarla eş zamanlı olacaktır. GYODER tarafından düzenlenecek olan paralel oturumlar; Türkiye, Avrupa, Kuzey Afrika, Orta Doğu, Rusya ve Türkiye Cumhuriyetleri'de yaşanmakta olan sektörel sorunların ve gelişmelerin tartışılacağı bir platform olacaktır. Ayrıca GYODER'in kuruluşundan bugüne sektöre verdiği destek duraksamadan devam etmekte, çeşitli eğitimler, seminerler, raporlar ve bilgilendirme platformları ile çalışmaları sürmektedir.



Derleyen:
Yunus Kaya

Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Sorumlusu

“ Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) ile ilgili yasal düzenleme 1995 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından hazırlandı. İlk GYO 1996’da kuruldu ve 1997’den sonra GYO’lar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) işlem görmeye başladı. Nisan 2009 itibarıyla, 14 GYO İMKB’de işlem görmektedir. Bu şirketlerin toplam net aktif varlıkları 2.8 milyar dolar olmuştur. ”

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörü 2009 ilk çeyrek değerlendirmesi

Türkiye 29 Mart’ta yerel seçimlerini tamamladı. İktidar partisi son iki seçimde göre oy oranını düşürdü. Ekonomik kriz döneminde iktidar partilerinin oy kaybetmesi bilinen bir kuraldı. AKP hükümetinin seçim sonrasında ana gündemi ise ekonomiyi rayına oturtacak bir IMF anlaşması olarak gözükmektedir. Bu konuda olumlu gelişmeler yaşanmıştır. G-20 zirvesinde kaynak miktarı üç katına çıkarılan IMF’nin eli daha rahatlamıştır. Bu nedenle Türkiye’nin kabul etmeyeceğini açıkladığı üç madde konusunda anlaşma zemini aranmaktadır. En geç Mayıs ayı içerisinde anlaşmanın gerçekleşme olasılığı yüksektir.

Hükümet, küresel finansal krizin etkilerini azaltmak ve güveni yeniden tesis etmek için IMF anlaşmasının yanı sıra ekonomik önlem paketleri ile destek vermeye çalışmaktadır. Bu amaçla beş ekonomik paketle 53 önlem açıklayan

hükümetin 4. ve 5. “piyasayı canlandırma” paketlerinde konut sektörüne yönelik açılımlar göze çarpmıştır. 4. pakette 150 m2 ve üzerindeki konutlarda %18 olan KDV üç ay için %8’e düşürülürken, 5. pakette a) Bina ve bağımsız bölüm şeklindeki işyeri satışından alınan % 18’lik KDV üç aylığına % 8’e indirildi b)Konut, işyeri ve diğer gayrimenkullerin alım satımlarından alıcı ve satıcının her birinden binde 15 oranında alınan topu harcı da yine üç aylığına binde 5’e düşürüldü. Bu üç önlem ile vergi kaybının 800 milyon TL olacağı öngörülmekte olup konut satışlarının artması beklenmektedir.

TCMB’nin faiz indirimleri ardından bankaların konut kredisinde çekingen tavırları sürerken, devreye kamu bankaları girmiştir. Mart ayının son haftasında kamu bankalarının konut kredisi faiz oranını % 1.39’a çekmesi özel bankaların da faizlerini indirmesine yol açmıştır. Nisan ayı başı iti-

bariyle en düşük faiz oranı % 1.37 iken, en yüksek oran % 2.09 olmuştur. 15 Eylül 2008'de Lehman Brothers'in batması ile zirve seviyesine çıkan krizde, bankalar da hızla konut faizlerini yukarı çekmişti. Öyle ki Temmuz 2008'de ortalama konut faizi % 1.57 iken, Eylül 2008'de %2.00'ye çıkmıştı. Ortalama faiz oranı Şubat ayında % 1.53 iken, Nisan ayında % 1.45'e gerilemiştir.

Küresel finansal krizin çıkış noktası olan ABD konut sektöründe ise aylardır süren olumsuz seyir Şubat ayında yerini olumlu gelişmelere bırakmış gözükmemektedir. Şöyle ki Şubat ayında %1 azalması beklenen ikinci el konut satışlarının beklenmedik bir biçimde %5.1 artması, konut sektörüne ilişkin pozitif bir bakış açısını gündeme taşırken,

“ Sektörde 1999-2002 yılları arasında %70 oranında iskonto ile sonuçlanan bir düşüş eğilimi gözlemlenirken, inşaat sektöründeki canlanma ile iskonto oranı 2003-2004'te azalmış, mortgage yasasının kabul edilmesi ile 2005 yılında primli işlem görür hale gelmişlerdir. ”

yeni konut satışları da yine beklentileri oldukça aşarak Şubat ayında, Ocak ayına göre %4.7 artışla yıllık bazda 337.000 adet gerçekleşmiştir. Mart ayında da konut sektöründeki olumlu gelişmenin devamı halinde piyasalarda toparlanmanın başladığı söylenebilir.

FED ilk attığı adımda 'federal funds rate' denen serbest mevduat faizi hedefini 0 ila 0.25 arasına düşürdü. Ancak bankaların konut kredi faizleri % 5 seviyesinde kalınca konut piyasasını desteklemek için Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından çıkartılan ipotek senetlerine dayalı menkul kıymetlerini satın alma miktarını 500 milyar dolardan 1.25 trilyon dolara yükseltti. Böylece konut kredileri 100 baz puan gevşemiştir. Mart ayında FED'in yeni likidite önlemlerini açıklaması ve ardından ABD Hazine Bakanı Geithner'in açıkladığı bankalardaki toksik varlıkların alınmasını öngören plan konuta bağlı türev ürünleri tutan bankaları rahatlatmıştır. ABD'de Dow Jones endeksi 9 Mart'ta 6500lerden yükselişe başlamış bir ay geçmeden % 25 artışla 8000 puanları görmüştür. İMKB ise aynı dönemde dolar bazında % 30 prim yapmıştır.

İMKB'DE GYO LAR

Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) ile ilgili yasal düzenleme 1995 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından hazırlandı. İlk GYO 1996'da kuruldu ve 1997'den sonra GYO'lar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem görmeye başladı. Nisan 2009 itibariyle, 14 GYO İMKB'de işlem görmektedir. Bu şirketlerin toplam net aktif varlıkları 2.8 milyar dolar olmuştur.

RELATİF (İMKB 100 E GÖRE) GETİRİLER				
Hisseler	Son 1 Ay	Son 3 Ay	Son 1 Yıl	Son 2 Yıl
AGYO	3	-11	-18	-6
AKMGY	1	11	10	23
ALGYO	-13	37	-9	-39
DGGYO	-17	8	-29	-48
EGYO	4	-9	-25	34
ISGYO	1	46	58	-22
NUGYO	-4	23	6	-39
OZGYO	0	31	-32	-1
PEGYO	27	16	-60	-31
SAGYO	-2	7	-8	-24
SNGYO	31	14	-35	-54
VKGYO	2	26	17	-7
YKGYO	11	41	-39	-66
YYGYO	-8	-21	-12	-46
Endeks Getirileri	Son1 Ay	Son3 Ay	Son 1 Yıl	Son 2 Yıl
GYO Endeksi	10.0	15.9	-40.1	-62.2
İMKB 100 Endeksi	7.2	-4.1	-34.0	-41.0

Türkiye'de GYO getirileri, yüksek enflasyon ve ekonomik krizler nedeniyle değişkenlik göstermiştir. GYO şirketleri halka arzlarında net aktif değerlerinden fiyatlansalar da ilerleyen dönemlerde iskontolu işlem görmeye başlamaktadır. Sektör, 1997 yılında bir miktar primli işlem görse de ilerleyen yıllarda sürekli iskontolu işlem görmüştür. Sektörde 1999-2002 yılları arasında %70 oranında iskonto ile sonuçlanan bir düşüş eğilimi gözlemlenirken, inşaat sektöründeki canlanma ile iskonto oranı 2003-2004'te azalmış, mortgage yasasının kabul edilmesi ile 2005 yılında primli işlem görür hale gelmişlerdir. ABD kaynaklı mortgage krizi nedeniyle yabancı yatırımcıların Türkiye'de ilk terk ettikleri şirketler arasında yer alan GYO'larda iskonto oranı, 2008 Mart sonunda % 40 iken, 2009 Mart sonunda % 68 olarak gerçekleşmiştir. 14 Şirket'in 13'ü defter değerinin oldukça al-

SEKTÖR ANALİZİ



ında işlem görmektedir.

2009 yılı GYO'lar için borsada oldukça iyi geçmektedir. İlk 3 ayda GYO endeksi % 16 artarken, İMKB 100 endeksi % 4 gerilemiştir. Ancak hâlâ GYO endeksinin son bir yıldaki kaybı % 40, son iki yıldaki

kayı % 62'dir.

İMKB'de işlem gören 14 GYO'nun portföylerini ağırlıklı olarak nakit-bina olarak değerlendirdikleri gözükmektedir. Projelerin birer birer rafa kalktığı kriz döneminde bu yaklaşım olumlu sonuç vermektedir.

2008 SONU İTİBARIYLA GYO'LARIN PORTFÖY TERCİHLERİ							
Şirket	Toplam Portföy Değeri (TL)	PORTFÖYÜN DAĞILIMI					
		Nakit	Arsalar	Binalar	G.M. Projeleri	G.M. Dayalı Haklar	İştirakler
Atakule G.Y.O.	175,534,702	39.6%	0.0%	60.4%	0%	0%	0%
Akmerkez GMYO	937,000,673	2.3%	0.0%	97.7%	0%	0%	0%
Alarko G.Y.O.	262,614,240	40.5%	16.8%	27.0%	16%	0%	0%
Doğuş-GE G.Y.O.	184,922,885	0.7%	0.0%	19.5%	80%	0%	0%
EGS G.Y.O.	37,447,280	0.1%	1.6%	0.0%	98%	0%	0%
İş G.Y.O.	1,227,550,406	9.5%	4.7%	85.8%	0%	0%	0%
Nurol G.Y.O.	52,837,811	26.4%	0.0%	73.6%	0%	0%	0%
Özderici G.Y.O.	20,627,000	3.3%	0.0%	75.9%	21%	0%	0%
Pera G.Y.O.	131,524,451	0.5%	39.5%	0.0%	55%	2%	3%
Sağlam G.Y.O.	126,218,586	6.5%	17.1%	74.7%	0%	0%	2%
Sinpaş G.Y.O.	1,117,508,853	7.8%	37.6%	7.5%	41%	0%	6%
Vakıf G.Y.O.	91,194,713	38.2%	16.0%	45.8%	0%	0%	0%
Yapı Kredi Koray G.Y.O.	176,091,120	3.1%	5.8%	27.4%	25%	0%	39%
Y ve Y G.Y.O.	18,645,458	0.0%	3.9%	0.0%	96%	0%	0%

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI PRİM / İSKONTO TABLOSU

Şirket	Sermaye (TL)	Net Kâr (TL)	Net Aktif Değeri (TL)	Net Aktif Değeri (USD)	Paybaşı Net Aktif Değeri (TL)	Piyasa Değeri (USD)	Paybaşı Borsa Fiyatı (TL)	Prim-İskonto Oranı (TL)	PD/DD	F/K
1 Akmerkez GMYO	13.700.000	48.343.215	936.883.316	612.702.450	68,39	212.504.474	26,00	-62%	2,89	7,4
2 Alarko G.Y.O.	5.490.100	25.809.371	245.124.762	160.306.561	44,65	39.631.434	12,10	-73%	0,36	2,6
3 Atakule G.Y.O.	84.000.000	16.072.656	177.249.332	115.917.423	2,11	38.086.147	0,76	-64%	0,36	4,0
4 Doğuş-GE G.Y.O.	93.780.000	312.429*	165.445.789	108.198.149	1,76	27.414.509	0,49	-72%	0,34	4,1
5 EGS G.Y.O.	50.000.000	-675.193	19.436.175	12.710.859	0,39	7.755.638	0,26	-33%	0,15	-
6 İş G.Y.O.	450.000.000	53.095.234	1.191.210.021	779.026.892	2,65	257.725.808	0,96	-64%	0,47	8,1
7 Nurol G.Y.O.	10.000.000	6.368.837	52.914.813	34.605.201	5,29	9.127.789	1,53	-71%	0,29	2,4
8 Özderici G.Y.O.	7.800.000	279.963	10.870.000	7.108.757	1,39	3.676.172	0,79	-43%	0,53	22,0
9 Pera G.Y.O.	96.000.000	-3.903.287*	101.814.540	66.584.618	1,06	14.890.824	0,26	-75%	0,25	10,2
10 Sağlam G.Y.O.	56.000.000	-8.653.899	67.826.153	44.356.911	1,21	14.699.916	0,44	-64%	0,49	-
11 Sinpaş G.Y.O.	136.974.510	19.619.052	1.056.589.400	690.987.771	7,71	149.542.628	1,83	-76%	0,28	12,8
12 Vakıf G.Y.O.	19.300.000	8.113.009	91.699.782	59.969.774	4,75	14.277.533	1,24	-74%	0,34	2,9
13 Y ve Y G.Y.O.	33.162.530	-2.150.614	24.125.741	15.777.739	0,73	8.507.271	0,43	-41%	0,59	-
14 Yapı Kredi Koray G.Y.O.	40.000.000	-11.648.078	136.088.615	88.999.160	3,40	21.238.516	0,89	-74%	0,36	-
TOPLAM			4.277.278.439 TL	2.797.252.265 USD		819.078.661 USD		MEDYAN: -68%	0,36	3,5
								ORTALAMA: -63%	0,55	5,5

Kullanılan Kurlar

12/31/08 USD: 1.5291 TL
03/31/09 USD: 1.6762 TL

* 12 aylık sonuçları açıklanmadığından 2008 yılı 9 aylık kârı kullanılmıştır.

* Şirket sıralaması Alfabetiktir.

Tablonun Okunması

- Pay sayısı: Ödenmiş Sermaye/1 TL
- Net Aktif Değeri : Tarih itibarıyla sahip olunan aktif değer toplamı
- Pay başı net akti değeri: NAD/Pay Sayısı
- Piyasa Değeri: Tarih itibarıyla şirketin borsa değeri

- Prim - İskonto oranı: Tarih itibarıyla Piyasa fiyatı/Paybaşı NAD
- PD/DD: Son Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı
- F/K: Piyasa Değeri / Son 4 Çeyrek Karı oranı

Hazırlayan:

Gedik Yatırım Araştırma Bölümü
31 March 2009

Avrupa Tasarruf Vergi Direktifi (European Savings Tax Directive)



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

AB üye ülkeleri arasında uygulamada belirli standartları sağlamak ve vergi sisteminde verimliliği artırmak amacıyla Avrupa Tasarruf Vergi Direktifi (Direktif) geliştirilmiştir. Direktifin esas amacı, bir AB üye ülkesinde yerleşik olan yatırımcıların diğer bir üye ülke veya bölgede elde edilen faiz gelirlerinin yasalar uyarınca etkin bir şekilde vergilendirilmesini sağlamaktır. Bu şekilde Direktif, yatırımcıların herbiri ile ilgili bilgilerin otomatik olarak paylaşılmasını öngören, AB ile üye ülkeler arasında karşılıklı uygulanan bir sözleşme niteliğindedir. Söz konusu Direktif, 3 Haziran 2003 tarihinde AB Komisyonu tarafından uyarlanmış ve 1 Temmuz 2005'ten itibaren yürürlüğe konmuştur. Direktif, üye ülkelerde yerleşik AB va-

tandaşı olan ve uygulamada Direktif kabul eden ülke ve bölgelerde faiz ödemelerinden gelir elde eden tüm bireysel yatırımcıları kapsamaktadır.

Bu Direktif dışında, üye ülkelerin kendine özgü vergilendirme sistemleri de bulunmaktadır. Örnek vermek gerekirse dünyada ikinci büyük fon merkezi olan Lüksemburg, Direktif dışında UCITS fonlarının alımında çok düşük oranlı bir vergi uygulamaktadır. Verginin az seviyede olması, yetişmiş insan kaynağı ve ihtiyaçlara yönelik etkin düzenlemeler sayesinde Avrupa Bölgesi'nde fonların büyük kısmı Lüksemburg'ta kurulmaktadır.

Ülkeler arasında koordinasyonu artıracak olan söz konusu direktifin

bilgi paylaşımı esasına göre yatırımcılara ait detaylı bilgiler ve belirli bir döneme ait gelirler, hesabın bulunduğu ülkedeki otoriteye de raporlanır. Daha sonra bu bilgiler yatırımcının yerleşik olduğu ülkedeki vergi otoritesine bildirilir.

Bu sistem ile yatırımcıların kimlikleri açıklanmakta ve elde ettikleri gelirlerin kendi otoritesinden saklanması da önüne geçilmektedir.

Direktifin en önemli konusu, gelir elde eden yatırımcılar hakkındaki bilgilerin üye ülkeler arasında otomatik olarak paylaşılması olurken, Avusturya, Belçika ve Lüksemburg gibi bazı üye ülkeler geçiş aşamasında alternatif uygulamalarda bulunmaktadır. Bu uygulamalar sonucunda, AB vatandaşı yerleşik bir yatırımcının, diğer üye ülkelerde el-



“ Yatırımcıların, yurt dışı yaptıkları yatırımları ile ilgili kendi otoritelerinin farkında olduğunu teyit eden bir belgeyi, gelir elde ettiği ülkedeki yetkili otoriteye sunması durumunda ayrıca stopaj uygulanmayacaktır. ”

de ettiği gelirler stopaja tabi tutulmaktadır. Bankalar ve diğer ödeme merkezleri, elde edilen gelirden vergiyi keserek, ilgili yerel otoriteye yatırmaktadır. Stopaj ödemesi gerçekleştirildiğinde ayrıca yatırımcıların kimliği ile ilgili bilgilerin bildirilmesine gerek bulunmamaktadır. Bu sistem ile yatırımcıların gizliliği korunmuş olmaktadır. Öte yandan yatırımcıların, yurt dışı yaptıkları yatırımları ile ilgili kendi otoritelerinin farkında olduğunu teyit eden bir belgeyi, gelir elde ettiği ülkedeki

yetkili otoriteye sunması durumunda ayrıca stopaj uygulanmayacaktır.

Stopaj oranı, 1 Temmuz 2008'e kadar %15, 1 Temmuz 2011'e kadar %20 ve bu tarihten sonra %35 olarak uygulanacaktır. Kesilen verginin %75'i yatırımcının yerleşik olduğu ülkedeki yerel otoriteye transfer edilirken, kalan kısım gelirin elde edildiği ülke tarafından idari maliyetleri karşılamada kullanılmaktadır.

Söz konusu Direktif, dört ana başlıkta elde edilen geliri içermektedir.

- Her türlü borçlanma aracının faiz ödemelerinden elde edilen gelirler
- Her türlü borçlanma aracının satımından elde edilen gelirler
- Portföyünün %15'inden fazlasını borçlanma araçlarına yatıran UCITS fonlarının kar dağıtımından elde edilen gelirler
- Doğrudan veya diğer fonlar aracılığıyla, portföyünün %40'dan fazlasını borçlanma araçlarına yatıran UCITS fonlarının paylarının satımından elde edilen gelirler.

Ülkemizde Yatırım Fonları'nın Vergilendirilmesi

Ülkemizde ise yatırım fonları, Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67. maddesine göre vergilendirilmektedir. Fonların portföy işletmeciliği kazancı üzerinden "%0" vergi oranı uygulanırken, yatırımcıların fon paylarının iadesinde elde edilen gelirleri üzerinden %10 oranında stopaj kesilmektedir. Fon portföyünün asgari %51'i hisse senedi taşıyan fonların bir yıldan fazla elde tutması sonrasında elde edilen gelirler vergiden istisna edilmiştir.

Değerlendirme

Dünyada gelişmiş ülkelerde yatırım fonları bir endüstri kolu olarak sınıflandırılmaktadır. Son dönemde global piyasalarda yaşanan kayıpların etkisiyle yatırım fonları endüstrisinin büyüklüğü 2008 yılı sonunda Amerika'da 9,6 trilyon Dolar, Avrupa Bölgesi'nde 6,1 trilyon Euro seviyesinde olmuştur. Gelişmiş ülkeler, bireysel tasarrufların kurumsal yatırımcılar vasıtasıyla yatırıma yönlendirilmesi için gerekli olan yasal alt yapıyı kurmuş ve sistem vergi indirimleriyle özendirilmiştir. Bu süreçte yatırım fonları, tasarrufların verimli şekilde değerlendirilmesi ve sermaye piyasalarına kanalize olması açısından önemli bir rol oynamaktadır.

1980 yılında Amerika'da fon endüstrisi büyüklüğünün GSMH'dan aldığı pay yalnızca %5'tir. Bu tarihten sonra yaşanan gelişmeler sonucunda; yasal alt yapı sağlamlaştırılmış, yatırımcı hakları en üst seviyede korunmuş, portföy yöneticileri uzmanlaşmış ve gerekli düzenlemeler ile yatırım fonları ile yatırım yapmak özendirilmiştir. Yıllar itibarıyla hızla büyüme trendi sonucunda fon endüstrisinin büyüklüğü, GSMH'nın %80'ne ulaşmıştır. Benzer bir süreç gecikmeli olarak Avrupa Bölgesi'nde yaşanmıştır. Yapılan düzenlemeler sonucunda UCITS fonları yeni bir unvan kazanmış ve bu unvan ile üye ülkeler arasında dolaşım hakkı elde etmiştir. UCITS fonları, Amerika hariç tüm dünya ülkelerinde pazarlanabilmektedir. Avrupa Bölgesi'nde endüstri temsilcileri söz konusu unvana sahip çıkarken, her zaman korunması gereken bir değer olduğunun da farkındadırlar.

Ülkemizde Bireysel Emeklilik Sis-

temi (BES)'nin kuruluşu, tasarrufların geleceğe yönelik olarak birikmesinde bir milat olmuş, 2003 yılının Ekim ayından bugüne 6,8 milyar TL portföy büyüklüğüne ulaşılmıştır. BES'in yapısı aynı gelişmiş ülkelerde olduğu gibi kurulmuştur. Kendine özgü sağlam yasal alt yapısı, düzgün kurgulanmış sistematiği ve vergi indirimleri ile özendirilmiş bir sistem oluşturulmuştur. Bu yüzden hızla büyüme sürecine girilmiş, yaklaşık 1,8 milyon yatırımcı emeklilikleri için sisteme katılmıştır. Ülkemiz piyasalarının en önemli aktörlerinden biri olan emeklilik fonları sayesinde gelecekte hisse senedi piyasasının büyük kısmına Türk halkı sahip olacaktır. BES'de görülen yükselen ivme, yatırım fonları için de son derece önemlidir. Siyasi irade sistemin çatısını verimli çalışacak şekilde oluşturmuştur. Aynı sürecin bugün 3,4 milyonu aşan yatırımcısı ve 29,4 milyar TL büyüklüğü ile ülkemiz yatırım fonları endüstrisinde de yaratılması gerekmektedir. Yatırım fonları endüstrimizi ayrı bir yasa ile alt yapısını kur-

“ Yatırım fonları endüstrimizi ayrı bir yasa ile alt yapısını kurmak ve mevzuat düzenlemelerini Avrupa Birliği ülkelerinde uygulanan UCITS Direktiflerine uyumlu hale getirmek, atılması gereken ilk adım olacaktır. ”

mak ve mevzuat düzenlemelerini Avrupa Birliği ülkelerinde uygulanan UCITS Direktiflerine uyumlu hale getirmek, atılması gereken ilk adım olacaktır. Diğer önemli bir husus, bireysel tasarrufların yatırım fonları vasıtasıyla sermaye piyasalarına aktarımını sağlayacak özendirme mekanizmalarının kurulmasıdır. Bu durumda emeklilik fonlarında olduğu gibi, yatırım fonlarında da uzun vadeli yapılan yatırımı destekleyecek vergi indirimleri kritik öneme sahiptir.



UCITS pazarında trendler

Net satışlar

UCITS fonlarında 2008 yılının son çeyreğinde 142 milyar Euro net çıkış yaşanmıştır. Böylelikle 2008 yılı sonunda toplam net çıkışlar, 335 milyar Euro seviyesine ulaşmıştır. Uzun zaman sonra ilk defa bir çeyrekte bu kadar büyük bir para çıkışı kayda geçmiştir. Son çeyrekte tüm kategorilerde net çıkışlar yaşanmıştır. 2008 yılı Avrupa fon endüstrisi için zor bir yıl olmuştur. Tarihinin en önemli finansal krizlerinden birini yaşayan Amerika'da kriz başlamış ve yayılarak Avrupa dahil birçok bölgede olumsuz sonuçlara neden olmuştur. Son çeyrekte yaşanan net satışların büyük kısmı Lehman Brothers'ın iflasından sonra Ekim ayı içerisinde yaşanmıştır. Öte yandan istatistiklere göre UCITS fonlarına yatırım yapan yatırımcıların satışları toplamı, fon endüstrisinin %6'sını bulmuştur.

2008 yılında yaşanan net çıkışların büyük kısmı Bono, Hisse Senedi ve Dengeli fonlarda sırasıyla 172, 162 ve 42 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan tüm kategorilerde net çıkışlar yaşanmasına rağmen para piyasası fonlarında toplam 69 milyar Euro net giriş yaşanmıştır. Diğer fonlarda ise aynı dönemde net çıkış-

Net Satışlar (2008)					(milyar Euro)
UCITS fonları	Q1	Q2	Q3	Q4	Toplam
Hisse Senedi	-76	-16	-43	-27	-162
Dengeli	-12	1	-6	-25	-42
Bono	-38	-24	-41	-69	-172
Para Piyasası	82	-18	8	-3	69
Diğer	2	-2	-10	-18	-28
Toplam	-42	-59	-92	-142	-335

lar 28 milyar Euro seviyesinde olmuştur.

Toplam UCITS fonlarının %25'nin kurulu olduğu Lüksemburg'ta, 2008 yılında toplam 106 milyar Euro net çıkış yaşanırken, İtalya, İspanya ve Fransa sırasıyla 73, 57, 44 milyar Euro net çıkış rakamları ile Lüksemburg'u takip etmiştir. İsviçre'de 12 milyar Euro net giriş yaşanırken, İngiltere'de fon endüstrisi aynı büyüklükte kalmıştır.

Kategorilerine göre UCITS varlıklarının dağılımı

2008 yılı sonunda hisse senedi fonları, %45.1 ile en çok değer kaybeden kategori olmuştur. Bu dönemde söz konusu fonların net aktif değeri 991

milyar Euro azalmıştır. Hisse senedi fonlarını, bono ve dengeli fonlar takip etmiş, net varlık değerleri sırasıyla %22.7 ve %23.7 oranında gerilemiştir. Öte yandan para piyasaları fonlarının varlıkları, aynı dönemde %13.2 artmıştır. 2008 yılında UCITS varlıklarında toplam küçülme 1.567 milyar Euro seviyesine ulaşmıştır.

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

UCITS Kategorilere Göre Varlıklarının Dağılımı⁽¹⁾

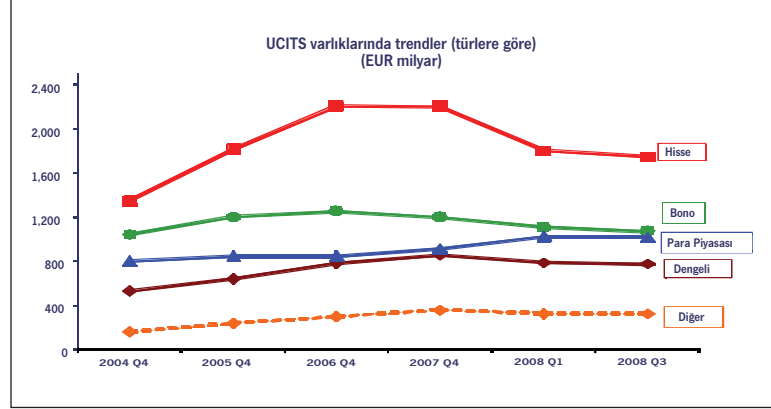
UCITS türleri	31/12/2008		30/09/2008 göre değişim		31/12/2007 göre değişim	
	EUR m	Pay	% değişim ⁽²⁾	EUR m	% değişim ⁽³⁾	EUR m
Hisse	1,208	30%	-19.3%	-289	-45.1%	-991
Dengeli	651	16%	-11.3%	-83	-23.7%	-202
Toplam	1,860	46%	-16.7%	-373	-39.1%	-1.193
Bono	926	23%	-9.7%	-100	-22.7%	-272
Para Piyasası	1,031	25%	-0.9%	-10	-13.2%	120
Fonların Fonu ⁽⁴⁾	63	2%	-11.4%	-8	-37.4%	-37
Diğer	197	5%	-13.7%	-31	-22.1%	-56
Tüm fonlar (İrlanda dahil)	4,075	100%	-11.3%	-521	-26.1%	-1,438
	4,593	-	-11.3%	-583	-25.4%	-1,567

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

piyasası fonlarının büyüklüğü, bono fonlarının büyüklüğünü geçmiş, hisse senedi fonlarının büyüklüğüne yaklaşmıştır.

Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

2008 yılı sonunda UCITS fonlarının varlıkları %25.4 oranında azalırken, 6,160 milyon Euro'dan 4,593 milyar Euro'ya gerilemiştir. Hisse senedi piyasalarındaki yüksek kayıplar, net aktif değerlerindeki azalmanın ana kaynağı olmuştur. Diğer taraftan non-UCITS fonlar aynı dönemde %11.5 küçülerek, 1,749 milyar Euro seviyesinden, 1,548 milyar Euro seviyesine gerilemiştir.



Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

Üye Ülkeler	31/12/2008		30/09/2008		31/12/2007	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim(1)	EUR m	% değişim(2)
Avusturya	127,729	2.1%	140,576	-9.1%	165,584	-22.9%
Belçika ⁽³⁾	103,633	1.7%	103,633	-	126,536	-
Bugaristan	164	0.0%	237	-30.6%	436	-62.3%
Çek Cumhuriyeti	4,495	0.1%	6,116	-26.5%	6,471	-30.5%
Danimarka	97,788	1.6%	112,324	-12.9%	131,424	-25.6%
Finlandiya	41,338	0.7%	50,559	-18.2%	66,000	-37.4%
Fransa	1,293,265	21.1%	1,350,800	-4.3%	1,508,300	-14.3%
Almanya	911,330	14.8%	964,606	-5.5%	1,041,869	-12.5%
Yunanistan	10,324	0.2%	16,579	-37.7%	22,912	-54.9%
Macaristan	9,473	0.2%	12,487	-24.1%	12,590	-24.8%
İrlanda	647,054	10.5%	733,832	-11.8%	805,989	-19.7%
İtalya	246,981	4.0%	282,530	-12.6%	357,947	-31.0%
Liechtenstein ⁽³⁾	19,292	0.3%	19,292	-	20,399	-
Lüksemburg	1,559,653	25.4%	1,796,696	-13.2%	2,059,395	-24.3%
Hollanda ⁽³⁾	71,689	1.2%	71,689	-	90,951	-
Norveç	29,573	0.5%	39,972	-26.0%	50,599	-41.6%
Polonya	17,446	0.3%	25,189	-30.7%	37,558	-53.5%
Portekiz	25,053	0.4%	28,347	-11.7%	36,212	-30.8%
Romanya	1,701	0.0%	2,744	-38.0%	3,517	-51.6%
Slovakya	3,278	0.1%	4,335	-24.4%	3,969	17.4%
Slovenya	1,872	0.0%	2,616	-28.4%	4,148	-54.9%
İspanya	203,498	3.3%	224,887	-9.5%	278,796	-27.0%
İsveç	86,624	1.4%	105,077	-17.6%	139,380	-37.9%
İsviçre	157,040	2.6%	159,021	-1.2%	168,895	-7.0%
Türkiye	13,294	0.2%	16,286	-18.4%	18,108	-26.6%
İngiltere	458,116	7.5%	569,135	-19.5%	751,346	-39.0%
Tüm fonlar	6,141,704	100.0%	6,839,604	-10.2%	7,909,330	-22.3%
UCITS varlıkları	4,593,081	74.8%	5,176,603	-11.3%	6,160,328	-25.4%
Non-UCITS varlıkları	1,548,623	33.7%	1,663,001	-6.9%	1,749,002	-11.5%

(1) Eylül 2008 - Aralık 2008 karşılaştırması; (2) Aralık 2008 - Nisan 2009 karşılaştırması; (3) Eylül 2008 Sonu.



Güler Hülya Yılmaz

Vergi Ortağı

DRT Yeminli Mali Müşavirlik Bağımsız Denetim A.Ş.
(Member of Deloitte Touche Tohmatsu)

Şubat sonunda Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren ‘Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun’ ile 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu’na eklenen geçici madde, portföy yönetim şirketlerini ilgilendiren önemli bir düzenleme getirdi. Söz konusu madde, Kurumlar Vergisi Kanunu’nun “2. maddesinin birinci fıkrasında belirtilen fonlardan, katılımcıları ya da kurucuları tam mükellef gerçek kişi veya kurum olmayanların portföylerini yöneten ve Sermaye Piyasası Kurulunun izniyle kurulan portföy yönetim şirketleri, geçici 1. maddenin 3. fıkrasının uygulanması yönünden bu fonların iş merkezi olarak değerlendirilmez, daimi temsilcileri sayılır,” hükmünü içeriyor. Kamuoyunda ‘yabancı fon merkezlerini Türkiye’ye çekme girişimi’ olarak yer bulan söz konusu düzenlemeyi, denetim ve danışmanlık şirketi Deloitte Türkiye, Kurumsal Yatırımcı’ya değerlendirdi.

TÜRKİYE YABANCILAR İÇİN “PORTFÖY YÖNETİM MERKEZİ” OLMA YOLUNDA

Türkiye Yabancılar İçin “Portföy Yönetim Merkezi” Olma Yolunda

Kamuoyunda “Teşvik Paketi”, vergi uzmanları camiasında da “Torba Kanun” olarak adlandırılan 5838 sayılı “Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” 28 Şubat 2009 tarihli 27155 Mükerrer sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Torba Kanun’un finans sektörü ile ilgili en önemli düzenlemesi 10. Maddesi ile Kurumlar Vergisi Kanunu’na (K.V.K.) eklediği Geçici Madde 3’tür. K.V.K.’na eklenen ve 28 Şubat 2009 itibarıyla yürürlüğe girmiş bulunan Geçici 3. Madde ile, Kurumlar vergisi mü-

kellefi olma niteliklerine sahip yabancı fonların katılımcılarının ya da kurucularının tam mükellef gerçek kişi veya kurum olmaması şartıyla, bu fonların portföylerini yönetmek üzere faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerinin, bu yabancı fonların “iş merkezi” olarak değerlendirilmeyeceği, “daimi temsilcileri” olarak kabul edileceği hüküm altına alınmıştır. Böylece, katılımcıları ya da kurucuları Türkiye’de tam mükellef olmayan yabancılardan oluşan fonların, portföylerini Türkiye’de değerlendirmelerine imkan sağlanmakta ve Türkiye’de kurulu portföy yönetim şirketleri vasıtasıyla Türkiye’de değeren-

dirilen fonlardan elde edilen kazançların “dar mükellefiyet” esasında vergilenmesi imkanı getirilmiş bulunmaktadır. Bu suretle, yabancı fonların portföylerinin Türkiye’den yönetilmesi teşvik edilmeye çalışılmaktadır.

28 Şubat 2009 Öncesinde Yabancı Fonların Vergisel Durumu Nasıldı?

Torba Kanun’un Kurumlar Vergisi Kanunu’na eklediği Geçici 3. Madde’nin yürürlüğe girdiği 28 Şubat 2009 öncesinde, Türkiye’deki portföy yönetim şirketlerinin tüm dünya genelinde yönettikleri yabancı fonların kazançları

da kurumlar vergisine tabi bulunuyordu. Bu durum, yabancı fonların, yönetim merkezini Türkiye’de kurmalarını tercih etmemelerine sebep olan bir dezavantaj teşkil etmekteydi. Bugüne kadar, sağlanan avantajlar nedeniyle fon yönetim şirketleri özellikle Londra, Zürih, Tokyo, Singapur gibi şehirlerde faaliyet göstermeye devam etmektedirler. Mesela, Portföy Yönetim Merkezi Londra olmakla birlikte Londra’daki merkezin yönettiği fonlar dünyanın değişik ülkelerinde olabilmektedir. Son zamanlarda İngiltere’de maliyetlerin artması sonucu fon yönetim şirketleri vergisel avantajları da dikkate alarak İsviçre ve hiç vergi uygulanmayan Dubai’ye gitmeye başlamışlardır. Maliye Bakanlığı bu düzenleme ile, tüm dünyada finans piyasasının ağır bir krizde olduğu ve öte yandan İstanbul’u finans merkezi yapma çalışmalarının yoğunlaştığı bir zamanda, uluslararası fonların, yönetim şirketlerini Türkiye’de kurmaları için önemli bir teşvik sağlamıştır.

28 Şubat 2009 Sonrasında Yabancı Fonlar ile İlgili Beklentiler

Yeni düzenleme ile getirilen teşvik sonucu uluslararası fonların yönetim şirketlerini kuracakları yer olarak bundan böyle Türkiye’yi de dikkate alacakları beklenmektedir. Nasıl ki Hollanda, uluslararası yatırımlar için Holding Merkezi olmayı avantajlı hale getirmişse bu düzenlemenin de Türkiye’nin/İstanbul’un Uluslararası Finans Merkezi olma yönünde yolunu açacağı düşünülmektedir. Getirilen bu vergisel teşvik sayesinde, Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu izni ile kurulacak uluslararası portföy yönetim şirketleri, “tam mükellef” değil, uluslararası fonların Türkiye’deki daimi temsilcileri olarak değerlendirilecek, yani dar mükellefiyet esasında vergilendirilecekler; bu suretle, diğer ülkelerde yönettikleri fon kazançları Türkiye’de vergilendirilme-

yecektir. Bu şekilde Türkiye’ye çekilecek yabancı yatırım fonları sayesinde yabancı sermaye girişi, istihdam artışı ve dolayısıyla genel olarak ekonomik canlanma beklentisi bulunmaktadır.

Türkiye Portföy Yönetim Merkezi Olursa ?

Yıllar önce Hollanda ve İrlanda’da finansal yatırımların artırılması için yapılan düzenlemelerle sunulan teşviklere benzeyen bu düzenleme, yabancı fon yöneticilerine çok iyi tanıtılırsa ve bunun sonucunda yabancı fonlar Türkiye’ye çekilirse, fonların Türkiye’de yönetilip değerlendirilen kısımları Türkiye’de vergilendirileceğinden vergi gelirlerinde artış olacaktır. Ayrıca, finans sektöründe işsiz kalmış pek çok nitelikli insana bu sayede belli ölçüde istihdam sağlanması, ekonomide canlanmaya katkı sağlayacaktır. Öte yandan, yerel fonlar yöneten portföy yönetim şirketleri uluslararası portföy yönetim şirketleri ile rekabet etmek durumunda kalacaklardır. Ancak bu rekabetin ülkemizde finans piyasasının gelişimine katkıda bulunacağı kuşkusuzdur.

Torba Kanun’un 10. Maddesi ile getirilen bu düzenleme ile yabancı fonlara göz kırpan Mali İdare, Türkiye’nin Finans Merkezi olması yolunda atılması gerekli adımlardan önemli bir adımı atmıştır.

“ Yeni düzenleme ile getirilen teşvik sonucu uluslararası fonların yönetim şirketlerini kuracakları yer olarak bundan böyle Türkiye’yi de dikkate alacakları beklenmektedir. Nasıl ki Hollanda, uluslararası yatırımlar için Holding Merkezi olmayı avantajlı hale getirmişse bu düzenlemenin de Türkiye’nin İstanbul’un Uluslararası Finans Merkezi olma yönünde yolunu açacağı düşünülmektedir. ”



Faaliyetler ve komite çalışmaları

Dernek yönetimidiz, üyelerimiz ve TKYD Komiteleri ilk çeyrekte de sektörün sorunlarını çözmeye ve yeni açılımlar geliştirmeye devam etmişlerdir. 2009 hedefleri doğrultusunda bir yandan sektör tanıtımı ve gelişimi, sorunların çözümüne yönelik TKYD yönetimi tarafından kamu otoriteleri ile karşılıklı paylaşımlar sürdürülürken, diğer yandan da komiteler çalışmalarına devam etmişlerdir.

26 Şubat 2009 tarihinde yapılan X.Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda üyelerle TKYD 2008 faaliyetleri ve 2009 hedefleri paylaşılmıştır.

TKYD Mevzuat Komitesi temsilcileri, 4 Mart 2009 tarihinde SPK Kurumsal Daire Başkan Yardımcısı Sayın Hüseyin Emre Üzer ile "Şemsiye Fon Tebliği" ile ilgili görüşleri paylaşmışlardır.

Derneğimiz ev sahipliğinde, Mevzuat Komitesi önderliğinde 17 Mart Salı günü İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Medeni Hukuk Anabilim Dalı Öğretim Üyesi Prof.Dr. Haluk Burcuoğlu tarafından "TÜRK BORÇLAR KANUNU TASARISI" ile ilgili üyelerimize bilgilendirme toplantısı gerçekleştirilmiştir.

TKYD Mevzuat Komitesi tarafından 19 Şubat tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu(SPK)'na gönderilen mektuplar ve SPK tarafından 30 Mart tarihinde gelen görüşler aşağıdaki şekildedir.

1. "Emeklilik yatırım fonlarının yatırım yapabileceği yatırım ortaklıklarına dair sınırlamalar" hakkında gönderilen mektuba cevaben; Yönetmelik'in 21. maddesinin (a) bendinde yer alan %40'lık sınırlamanın Avrupa Birliği'nin UCITS düzenlemesi ile uyum arz etmesi nedeniyle,

TKYD önerisi olan %50'lik sınırlamanın uygun olmadığı,

2. "Yatırım fonları ve emeklilik fonlarında yasal sınırlamalar" hakkında gönderilen mektuba cevaben; fon toplam değeri hazır değerler ve alacakların etkisiyle fon portföy değerinin üzerine çıkabileceği gibi, borçların hazır değer ve alacakların toplamından fazla olması durumunda fon portföy değerinin altında kalabilecek ve portföy sınırlamaları ile uyum sağlanamayabilecektir. Bu nedenle yatırım sınırlamalarının tespitinde fon toplam değerinin esas alınmasının uygun olmadığı,

3. "Yatırım fonlarında Kurucu'nun yapabileceği günlük pay işlemleri ile ilgili sınırlamalar" hakkında gönderilen mektuba cevaben; Tebliğ'in 39. maddesi, 21 Ocak 2009 tarih ve 27117 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren Seri:VII, No:37 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" in 8. maddesiyle değiştirilmiş; bu değişiklikte fon kurucusu ve/veya yöneticisi tarafından gerekli görülmesi halinde fon katılma paylarının fonun toplam pay sayısının %20'sini aşmayacak şekilde kendi portföylerine dahil edilebilmesine imkan tanındığı belirtilmiştir.

TKYD Endeks Komitesi tarafından hazırlanan ve KYD endekslerinin hesaplama yöntemine ilişkin değişiklikleri içeren düzenlemeler 1 Nisan 2009 tarihinden itibaren uygulamaya konmuştur.

Buna göre; KYD Repo Endeksi hesaplama yönteminde kullanılan tüm 4 hanelik yuvarlamalar 5 haneye geniş-

letilmiş ve bunun için 1 Ocak 2009 tarihine kadar geriye dönük güncelleme yapılmıştır.

KYD TL DİBS Bono Endeksi'nde işlem görmeyen kıymetlerin, işlem görmedikleri gün ve ertesi günü endekslerde yer almaması ve endeksin içeriğinde kısa vadeli ve geçici dalgalanmalar yaratması sebebiyle bu durumu engellemek için işlem görmeyen kıymetlerin iç verim ile değerlendirilmesine başlanmış ve veriler 1 Ocak 2009 tarihine kadar geriye dönük olarak güncellenmiştir.

KYD Repo Endeksi ve KYD TL DİBS Bono Endeksi, 1 Nisan 2009 tarihinden itibaren internet sayfamızda yeni hesaplama şekli ile yayınlanmaktadır.

TKYD Açık Platform Teknik Komite Toplantısında Takasbank tarafından yapılan Elektronik Fon Dağıtım Platformu analiz çalışmasında yer alan genel kurullar ile ilgili belirlenen konular gündeme alınarak, ortak kararlar alınmıştır. Hazırlanan toplantı raporu Takasbank ile paylaşılarak gelen değerlendirmelerin ardından bir sonraki aşamaya geçilecektir.

Kamu Otoritesi ile ilişkiler

Derneğimiz Yönetimi, Sermaye Piyasası Kurulu yeni Başkanı Sayın Vedat Akgiray'ı makamında ziyaret ederek sektörün önümüzdeki döneme ilişkin beklentilerini iletmişlerdir. Maliye Bakanlığı Gelir İdaresi yeni Başkanı Sayın Mehmet Kilci ile de Nisan ayı içinde görüşme yapılacaktır.

TKYD, geleneksel hale gelen yıllık sektör toplantısını SPK ve Gelir İdaresi Başkanlığı yetkililerinin katılımı ile Mayıs sonunda gerçekleştirmeyi planlamaktadır.

WINE ADDICT? NO REHAB! (NOT HERE.)

If you are a real wine addict, then we have something in common. Gaja Restaurant offers you 176 of the world's most prominent wines with an exceptional menu and unprecedented service.

Such a charming place for such a delicious addiction.



GAJA

Restaurant



FİNANSAL KRİZİN ÖZEL EMEKLİLİK PİYASASI'NA ETKİLERİ

OECD Pension Markets in Focus raporunun Aralık 2008'de yayınlanan beşinci sayısında finansal krizin emeklilik fonları piyasasına etkileri ve çözüm yolları değerlendiriliyor. ABD'de 2007 ortalarında subprime krizi ile başlayan finansal çalkantının emeklilik piyasalarını oldukça olumsuz etkilediği belirtilen rapora göre, OECD bölgesinde Ekim 2008 itibarıyla tüm emeklilik fonlarının varlıkları Aralık 2007'ye göre yüzde 20 veya yaklaşık üç trilyon dolarlık kayba uğ-

radı. Diğer özel bireysel emeklilik varlıkları da katıldığında bu kayıp yaklaşık beş trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşıyor.

Kısa dönem etkisi görüldüğü gibi oldukça negatif olsa da, emeklilik fonlarının, doğaları gereği, uzun dönemli bir bakış açısıyla çalışmaları ve performanslarının da bu bazda ele alınması gerektiğine de işaret edilmekte. Ekim 2008'e kadar son 15 yıldaki getirilere bakıldığında halen olumlu bir tablo ortaya çıkıyor. Örneğin, bu dönemde emeklilik fonlarının yıllık ortalama reel getirisi İsveç'te yüzde 8.5, ABD ve İngiltere'de yüzde 6.1 olmuş.

Uzun vadeli görünümün piyasaların seyrine bağlı olduğu belirtilirken, "İyimserler, 2000-02'ye kıyasla değerlerde daha hızlı düşüşün finansal sistemdeki daha yakın bağların bir sonucu olduğunu söyleyip, toparlanmanın hızlı olabileceğini öne sürüyor. Kö-tümserler ise önceki krizi bugün olduğu gibi büyük bir kredi sıkıntısı ve gelişmiş ekonomilerde derin bir resesyona takip etmediğine dikkat çekiyor" deniliyor.

Raporun tamamına:
<http://www.oecd.org/dataoecd/42/19/41770561.pdf> adresinden ulaşılabilir.

Diğer taraftan dünya piyasalarında 900 milyar dolardan fazla yatırımı bu-

lunan ABD'nin önde gelen emeklilik fonları, küresel sermaye piyasalarında güvenin tekrar oluşmasına yönelik beş finansal düzenleme prensibi açıkladı.

Aralarında CalPERS'in da yer alan emeklilik programı kurumlarının açıkladığı "Principles of Financial Regulation Reform: A Model for Change" şu ana unsurları içeriyor:

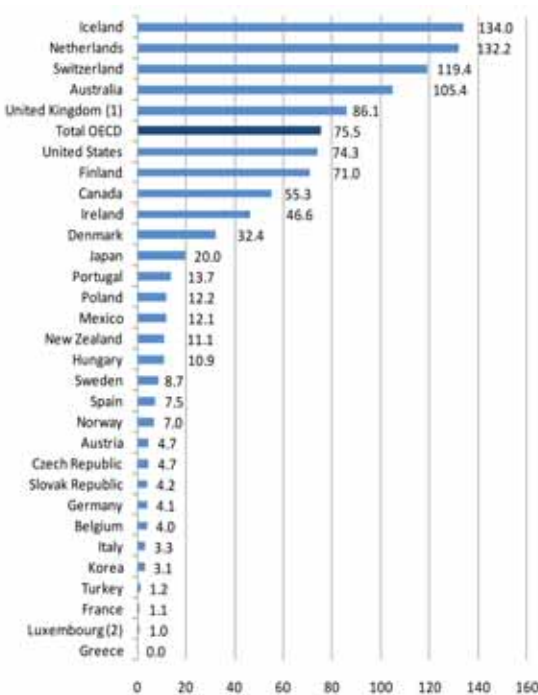
- Daha fazla kamuya açıklama ve şeffaflık
- Gerçek düzenleme bağımsızlığı
- Sermaye piyasalarında artan sayıda ve etkin pay sahibi varlığı
- Küresel piyasaları tehdit eden piyasa riskinin artmasına neden olan konuların düzenleyiciler tarafından daha erken teşhisi
- Kurumsal yatırımcıların tüm fırsatlara yatırım yapabilmeleri özgürlüğünün korunması

Söz konusu prensipler grubun ve emeklilik fonlarının bireysel olarak Yönetim, Kongre ve düzenleyici liderlerle yapacakları tartışmalar için çerçeveyi oluşturacak ve gelecekte kamu politikalarına bir model olması için geniş ölçüde dağıtımı sağlanacak.

Finansal Krizden Kurumsal Yönetim Dersleri

OECD'nin risk yönetim sistemleri ve yönetici ücretleri de dahil olmak üzere kurumsal yönetim uygulamalarını de-

OECD ÜLKELERİN EMEKLİLİK FONLARI GDP'YE ORANI - 2007



ğerlendiren bir çalışması, finansal krizin önemli ölçüde finansal hizmet şirketlerindeki kurumsal yönetim alanındaki başarısızlık ve zayıflıkların etkisine bağlanabileceğini gösterdi.

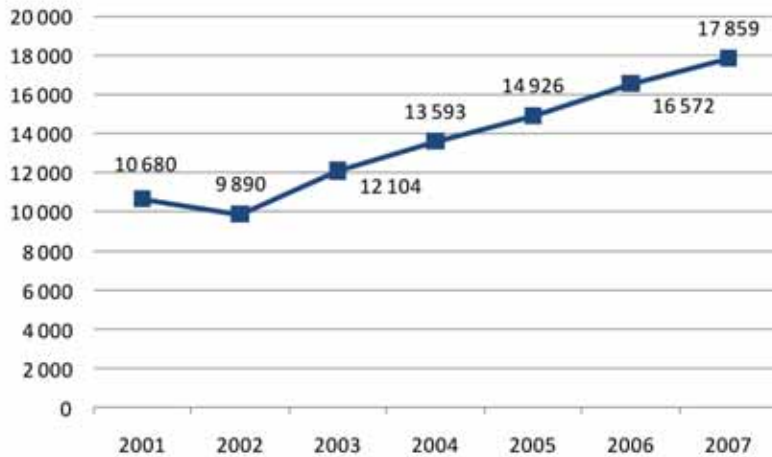
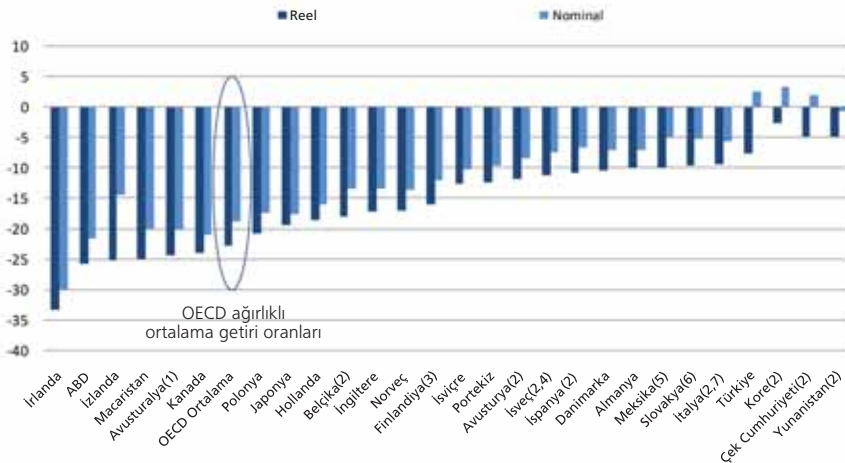
Risk yönetim sistemleri birçok durumda, sadece bilgisayar modellerinin yetersizliğinden değil kurumsal yönetim prosedürleri yüzünden çöktü: bazı durumlarda açıklar hakkında bilgiler yönetim kuruluna ve hatta üst düzey yönetime ulaşmadı. Diğer durumlarda, yönetim kurulları stratejiye onay verdi ancak uygula-

masını gözetim altında tutacak uygun parametreleri oluşturmadı. Muhasebe standartları ve düzenlemeler de bazı alanlarda yetersiz kaldı. Ayrıca ücretlendirme sistemleri, bazı durumlarda şirketin strateji ve risk iştahına ve uzun dönem çıkarlarına yakın ilişki içinde olmadı.

Nitelikli yönetim kurulu gözetimi ve güçlü risk yönetiminin yalnız finansal kurumlar için önemli olmadığını altı çizilen raporda, bu kurumsal yönetim unsurlarının büyük ve karmaşık finansal olmayan kurumlarda da gerekli ancak sıklıkla ih-

“**Nitelikli yönetim kurulu gözetimi ve güçlü risk yönetiminin yalnız finansal kurumlar için önemli olmadığını altı çizilen raporda, bu kurumsal yönetim unsurlarının büyük ve karmaşık finansal olmayan kurumlarda da gerekli ancak sıklıkla ihmal edilen uygulamalar olduğuna dikkat çekildi.**”

Seçilmiş OECD Ülkelerinde Fonların Nominal ve Reel Getirileri (Ocak - Ekim 2008)



Bireysel Emeklilik Sistemi net varlık değerleri (Milyar \$)

mal edilen uygulamalar olduğuna dikkat çekiyor.

Çalışmada, mevcut kargaşanın OECD'nin Steering Group on Corporate Governance üzerinden, ek bir rehberlik ve/veya netleştirmeye ihtiyaç olup olmadığını anlamak için söz konusu anahtar alanlarda kurumsal yönetim ilkelerinin yeterliliğini gözden geçirmesi gerektiği öneriliyor.

OECD'nin 1999 yılında yayınladığı 2004 yılında revize ettiği Kurumsal Yönetim İlkeleri Türkiye dahil birçok ülkede hazırlanan kurumsal yönetim rehberlerine model teşkil etmiştir.

Çalışmanın tamamına: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf> adresinden ulaşılabilir.



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

Piyasalardaki aşırı dalgalanma uzun vadede kaldıraçlı fonların zararına çalışıyor

Piyasalarda son bir yıl içinde yaşadığımız finansal erime, yatırımcıların dikkatlerini "risk" üzerinde daha fazla yoğunlaştırmalarına neden oldu. Sonuçta bazı yatırımcılar riskli yatırımları tamamen defterden silerken, bazıları da zararları çıkarma umudu ile "kaldıraçlı yatırım fonlarını" bir umut kapısı olarak değerlendirmeye çalışıyorlar. Son zamanlarda moda olan bu fonlar piyasa getirisinin (veya tam tersinin) iki veya üç katını yatırımcılara kazandırabiliyor. Morningstar'ın verilerine göre, bu şekilde kaldıraçlı esasa göre kurulmuş 145 fona 27 milyar dolar yatırılmış bulunuyor.

Ancak, bu fonları inceleyen Rodney N. Sullivan'a göre aşırı oynak piyasalarda, bu fonlara yatırım yapmak uzun vadede ciddi servet kayıplarına neden olabilir. Aşırı dalgalanmanın bileşik getiriye zedelediği ve zaman içinde servet birikimini geriletmediği tam olarak anlaşılamayan bir konu. Örneğin bir yatırımın birinci yıl yüzde 50 değer kaybettikten sonra ikinci yıl yüzde 50 değer kazandığını düşünelim. Yatırım profesyonellerinin aşına olduğu bu formülde ortalama getiri sıfır olmasına karşı, yatırımcı başlangıçtaki parasının yüzde 25'ini kaybediyor. Dolayısıyla dönemsel ortalama getiriler aynı olsa bile oynaklığın aşırı olduğu durumlarda uzun vadeli birikim zedeleniyor.

Kaldıraçlı borsa yatırım fonlarında oynaklık daha aşırılaştırıldığı için bu fonların uzun vadede hedefledikleri endeks getirilerinin gerisinde kalabilecekleri ileri sürülüyor. Çarpan etkisi ile dalgalanmanın çoğaltılması sonucu kısa dönemlerde az hissedilse bile uzun vadede bu fonların düşük getiri sağlayabileceği ileri sürülüyor. Sullivan'ın sözkonusu kaldıraçlı borsa yatırım fonlarının uzun vadeli bir koruma

(hedge) sağlayıp sağlayamayacağı sorusuna da verdiği yanıt olumsuz. Bu fonları uzun vadeli tuttuğunuzda oynaklık, getiri ve endeksten sapma artacağı için, elde tutma süresi çok önemli oluyor. Bu nedenle ihtiyatlı yatırımcıların bu fonları bir kaç günden fazla elde tutma konusunda iyi düşünceleri öneriliyor.

Ayrıca bir başka sorun da bu tür kaldıraçlı fonların genellikle türev yatırım araçlarına yatırım yapmalarından kaynaklanıyor. Kısa dönemlerde vadeli fiyatlarla spot piyasalar arasında paralellikten sapmalar olabiliyor. Bu ürünler iki veya üç kat kaldıraç ile bu farklılıkları da daha riskli hale getirebiliyorlar.

Piyasalardaki son dalgalanmalar bu fonların getirilerinin endekslerinden nasıl sapma yapabileceklerini ortaya koyuyor. Bloomberg ve Morningstar'dan derlenen verilere göre, Ocak 2009'da sona eren 12 aylık dönemde, ProFunds UltraShort International EAFE endeksinde kısa pozisyon olarak iki kat kaldıraç kullanmasına karşın, bu dönemde EAFE endeksi % 45 kaybederken, fonun getirisi % 55 oldu. Bu getiri endeksin getirisinin bir kat tersine yakın olurken iki kat kaldıraçlı getirinin çok gerisinde kalıyor.

Bir başka örnek ise , üç aylık daha kısa bir dönem için S&P 500 endeksini iki kat kaldıraçla kısa pozisyon alan 2X UltraShort S&P 500 ProShares Fonu. Bu dönemde S&P 500 Endeksi yüzde 14 kaybederken, kaldıraçlı fonun getirisi yalnızca yüzde 12 oldu.

Yatırımcıların bu tür fonları kullanırken, tüm yatırım araçlarında olduğu gibi çok dikkatli olmaları gerektiğinin altını çizen Rodney Sullivan'ın uyarısı, söz konusu fonlar kısa vadeli olarak belli bir koruma sağlayabilirken, uzun vadeli yatırımlar için etkin bir araç olmadıkları yönünde.

“ Kısa dönemlerde vadeli fiyatlarla spot piyasalar arasında paralellikten sapmalar olabiliyor. Bu ürünler iki veya üç kat kaldıraç ile bu farklılıkları da daha riskli hale getirebiliyorlar. Piyasalardaki son dalgalanmalar bu fonların getirilerinin endekslerinden nasıl sapma yapabileceklerini ortaya koyuyor. ”



Amerikan fon sektöründe fon yönetim ücretleri yükseliyor

Sektörün düşük fon yönetimi ücretleri konusundaki öncü kuruluşlarından Vanguard'ın bile bu yönde karar alması, gerileyen fon büyüklüklerine karşı alınan bir önlem olarak değerlendiriliyor.

Piyasalarda derinleşen kriz yetmiyormuş gibi, ABD'de fon yönetimi şirketlerinin düşen varlıklara paralel fon yönetim ücretlerini arttırmaları, yatırımcıları önümüzdeki dönemde zorlayacağına benziyor. Sektörün düşük fon yönetimi ücretleri konusundaki öncü kuruluşlarından Vanguard'ın bile bu yönde karar alması, gerileyen fon büyüklüklerine karşı alınan bir önlem olarak değerlendiriliyor.

Geçen yıl hisse senedi fiyatlarında % 30'a varan olağanüstü gerilemeler sonucunda ABD fon endüstrisinin yönettiği toplam varlıklar, bir yıl içinde 12 trilyon dolardan 2008 sonunda 9.5 trilyon dolara geriledi. ABD'de fon yönetim giderlerinin önemli bir bölümünün toplam varlıklara oranlanarak alınmasına karşın, müşteri hizmetlerine ilişkin bazı giderler sabit miktarlarda uygulanıyor. Dolayısıyla gelirleri önemli ölçüde gerileyen fon yönetim şirketlerinin bu nedenle ücretleri yükseltmek zorunda kalabilecekleri ileri sürülüyor.

Gerçekte Vanguard grubu, geçen yıl 84 milyar dolar, 2009'un ilk iki ayında da 25 milyar dolarlık yeni fon girişi ile bu çalkantılı dönemde müşteri kaybı-

na uğramayan istikrarlı bir fon yönetimi devri. Ancak, borsalardaki kriz sonucu, yönettiği fon büyüklüğü 2008'in başından Şubat 2009 sonuna kadar olan dönemde 1.3 trilyon dolardan 1 trilyona geriledi. Bu da, şirketi gelirler açısından sıkıntıya sokmakta.

Vanguard'ın kabaca 110 fonundan 31'i fon yönetim giderlerini yükselttiğini açıkladı. Artış oranlarının yüzde 0.05 gibi küçük bir oranda olduğu kaydedilirken, fon başına ortalama yüzde 0.2 gider oranı ile Vanguard fonlarının hala açık ara sektörün "en düşük fon yönetim ücretine" sahip grubu olma iddiası devam ediyor.

Fon endüstrisinin 2008 yılında ortalama gider oranı % 1.19 idi. Daha önce 2000-2003 döneminde de fon giderlerinde az da olsa artış kaydedilmişti. Diğer şirketlerde de benzer uygulamalara rastlanıyor. Bunlardan en çarpıcı olanı, Fidelity'nin "bayrak gemisi" Fidelity Magellan Fonu'nun gider oranı 2008 yılında % 36 artarak 53 baz puandan 72 baz puana çıktı. Yine benzer şekilde Putnam Diversified Income Fund'ın gider oranı % 1.23'den % 1.29'a yükseldi.

Ancak, bir çok fon için bu süreç yeni

bir yaklaşımdan ziyade, fonlardaki sabit ücretlendirme prosedürlerinden kaynaklanıyor: Buna göre fonların net varlıkları arttığında ortalama gider oranı düşerken, hızlı varlık gerilemelerinde de oran yükselmekte. Bir uzmanın dediği gibi 2009'un belirsiz ve verimsiz ortamında bu yaklaşım bir anlamda "yaraya tuz basmaya" benziyor. Morningstar analisti Andy Gogerty'e göre piyasadaki 20,000 fondan 5,000 adedinin gider oranları genellikle hızlı fon büyüklüğü gerilemesinden kaynaklanan nedenlerle yükselme kaydetti. American Century'nin bazı fonlarında % 11'e varan yükselmeler kaydedilirken, şirket yatırımcılarına yolladığı mektuplarda yönetim ücretlerinde herhangi bir artış kararı alınmadığını, gider oranlarının artmasının "matematiksel" olarak oluştuğu yönünde bilgilendirme yaptı.

Vanguard gibi farklı bir ortaklık yapısı olan ve hizmetlerini maliyetlerine göre ücretlendiren bir şirkete göre, saklama ya da operasyon hizmetlerini dışarıdan sağlayan halka açık fon şirketlerinin üzerindeki maliyet baskısının daha fazla olduğu tahmin ediliyor.

Yılın Fon Yöneticisi: John Deysher

Pinnacle Value Fund'in yöneticisi olan John Deysher'in yorumlarını okuduğunuzda efsanevi fon yöneticisi Warren Buffett'tan epey ilham aldığını hissediyorsunuz. Deysher'in çok katlı yatırım stratejisinin önemli bir kaynağı Buffett iken, sabırlı bir karşıt yatırımcı olmasında analizlerinin titiz ve detaylı bir araştırmaya dayanması yatıyor. Bu sayede, Pinnacle'ın yatırımcıları geçen yılın çöküşünden çok az zedelenecek kurtulurken son beş yıllık getirilerde de üst sıraları paylaştılar.

Tüm bu özellikleri nedeniyle John Deysher, Market Watch tarafından 2008 yılı için "Yılın Fon Yöneticisi" seçildi. Deysher'in hassas ve detaylara önem veren yönetim tarzı ile başında bulunduğu Pinnacle Value fonu, çıkış tarihi olan 2003 Nisan'ından bu yana hep üst sıralarda yer aldı. Ancak, "küçük ölçekli değer fonları"nın % 32 zarar ettirdiği 2008 yılında bu fark daha da açıldı. Pinnacle da değer kaybetmesine karşın, hissedarlarının zararı % 16.9 gibi sektörün yarısı düzeyinde kaldı.

Geçen yılın koşul-



“ Deysher'in çok katlı yatırım stratejisinin önemli bir kaynağı Buffet iken, sabırlı bir karşıt yatırımcı olmasında analizlerinin titiz ve detaylı bir araştırmaya dayanması yatıyor. ”

larında belki "kısa-pozisyonlu" veya "ayı piyasası" fonlar daha karlı sonuçlar elde etmiş olabilirler, ancak Market Watch'ın kısa dönemli performanslara bakarak yılın fon yöneticisini seçmediği belirtiliyor. Ayrıca, söz konusu fonların ortalama yatırımcılara uygun olmadığından değerlendirmelere katılmadığı da ifade ediliyor. Market Watch, yılın yöneticisini seçerken uzun vadeli ve istikrarlı performans göstergeleri yanı sıra, fon yöneticisinin risk, fon giderleri ve vergi avantajlarını da dikkate alarak piyasanın üstünde getiri sağlamasına bakıyor.

Market Watch'ın Fon Araştırması Bölümü direktörü Russel Kinnel, geçen yılın küçük ölçekli şirketler için çok tehlikeli geçtiğini ifade ederken Pinnacle'ın yılı başarıyla bitirdiğinin altını çiziyor. Morningstar'ın "sıralama" sonuçlarına göre, küçük ölçekli değer yatırımı kategorisindeki fonlar arasında Pinnacle 2008'de olduğu gibi son üç ve beş yılda da en üst % 1'de yer alıyor. Son üç yıllık % 2.8 ortalama getirisi kendi kategori ortalaması olan % 9,6 kayıp oranının çok üzerinde yer alırken, yine beş yıllık değerlendirmede % 7.1 getiri ile sektörün % 1 kaybını farklı olarak geride bırakıyor.

Dahası, Deysher bu göz kamaştırıcı performansı piyasa riskinin yarısını yansıtan karma bir portföy yapısı ile elde etmiş. Yönettiği 56 milyon dolarlık fonunda 55 adet hisse senedine yer verirken, geçen yılın önemli bölümünde fonun yarısını nakitte tutmasının da performansında etkili olduğu belirtiliyor. Piyasa zamanlamasına çok önem vermeyen Deysher'in, bugünlerde nakitlerini sermaye piyasasında değerlendirmekle uğraştığı söyleniyor.

Buffett'in derinden hayranı olan Deys-



her, Berkshire Hathaway'in yatırım yaptığı alanları izleyerek, aynı sektördeki küçük ölçekli şirketleri araştırıyor. Örneğin Buffett, konut ve mobilya sektöründeki üreticilere yoğunlaştığında, Deysher bu sektörü araştırarak Nobility Homes inc. ve Thor Industries gibi şirketin yatırıma uygun olduğunu bulabiliyor. Deysher, bu şirketlerin belli bir pazar payına ve deneyimli bir yönetime sahip olduğunu ve sektörün toparlanmaya başlaması ile hızla değer kazanabileceğini ileri sürüyor.

Deysher Fonunu tanımlarken, güçlü sermaye yapısına sahip küçük şirketlere yatırım yaptıklarını, öncelikle sermaye değerlenmesi daha sonra gelir akımını hedeflediklerini belirtiyor. Başarılı fon yöneticisi, karşıt yatırımcı yaklaşımı ile genellikle gözden düşmüş ve uzun vadede ayakta kalabilecek değerli şirketlere yatırım yaptıklarını belirtiyor. Deysher, 53 yaşında Kidder Peabody'de çalışırken Buffett hayranı olduğunu söylüyor. Ancak birlikte çalıştığı, Chuck Royce'dan da küçük şirketlerin analizi konusunda çok şey öğrendiğini itiraf ediyor. Deysher, Pinnacle Value Fonu'nu kurmak üzere ayrılmadan önce 12 yıl kadar Royce Fonlarını yönetti.

“Krizde Fon Yönetim Şirketleri nasıl davranmalı? 2008 krizinden alınan dersler”

2008 yılının son çeyreğinde, dünyada ve tüm finansal piyasalarda oldukça karamsar ve negatif bir tablo oluştu. Bu dönemde, tüketimin ve dünya ticaretinin daralması nedeniyle şirket karlarının aşırı olumsuz etkilenmesini, işsizlik oranlarında artış ve varlık fiyatlarında aşırı bir değer kaybı gözlemledik. Görünümün hala yeterince berrak olmaması, korkunun getiri elde etme hevesinin üzerinde olması ve piyasalarda bazı enstrümanlarda likiditenin yeterli seviyeye ulaşmaması nedeniyle, varlık fiyatlarında düşüşün durulmadığını veya en azından düşüşe karşı yeterince tepki vermediğini söyleyebiliriz. 2009 yılının ilk çeyreğinin son günlerinde piyasalarda toparlanma eğilimi sürse de, 2008 yılında yaşanan karamsar tablo çoğu yatırımcıyı yeni pozisyon alırken daha temkinli olmaya zorlamakta. Yatırımcıların bu dönemde daha proaktif yatırım kararları alması için piyasalarda güven ortamının oluşması gerekiyor ve henüz bu ortamın oluşmadığına inanıyoruz.

Piyasalarda ciddi belirsizliğin yaşandığı 21. yüzyılın bu ilk büyük global krizinden, fon yönetimi sektörünün de bazı dersler alması gerekmektedir. Bu makalede Fortis Investments'in bir iştiraki olan Funds of Hedge Funds şirketi Cadogan Management LLC'nin bir çalışmasından yararlanılmıştır. 2008 yılında sektörün alması gereken dersleri; şirket yönetimi, yatırım süreçleri, yatırımcı ilişkileri ve genel başlığı altında toparlayabiliriz.

Şirket Yönetimi:

- Çetin kararlar, ancak uygun ve doğru veriler ışığında sonuç verir.
- Stratejik düşünme ve planlama yeteneği, anlık stresin yoğun olduğu zamanlarda bile kaybedilmemelidir.
- Kısa bir zaman aralığında oldukça kar-

maşık konuları çözüme ulaştırmak için iyi organize olmak gerekir.

- Çalışan sayısının artması, gelişmiş sistemler ve gelişen iş hacmi her zaman daha iyi bir sonuç vermeyebilir.
- Kuşkucu, dikkatli ve geniş çaptaki eğilime karşı (contrarian) olmak bu dönemlerde daha kritik rol oynar. Sistemler çökebilir ve zeki insanlar da hata yapabilir. Mevcut sistemi sorgulamak ve bağımsız düşünebilmek gerekmektedir.
- Uzun dönem piyasa ve ekonomi görüşü esastır. Piyasaların tesirinde kalmamak ve ekonomik döngülere daha fazla prim vermek önemlidir. Genelde kişiler son trendleri (gelişmekte olan piyasalar, teknoloji hisseleri) yakından takip ederek piyasalarda balon oluşmasını sağlarlar. Bu durumlara karşı direnmek ve rüzgara karşı pozisyon alabilmek esastır.
- Şirket içerisinde fikir ayrılıkları, oldukça faydalı sonuçlar doğurmaktadır. Ancak bunu herkesin anlaması ve mutabık kalması şartıyla.
- Alınan kararlarda çalışanların görüşlerini gözönüne almamak, çalışanları şirketten zamanla uzaklaştırır. Kısa dönemde korku bir motivasyon sağlasa da, şirketin uzun dönem başarısı için gereken güven ve iletişime dayalı bir model oluşturmak zorlaşır.
- Şirket içinde bölümler arası iletişim oldukça gereklidir. Daha fazla veriye ulaşım, daha etkin daha verimli ve daha hızlı karar alınmasını sağlar.
- Stresin ve belirsizliğin çok yoğun olduğu zamanlarda, üst yönetimin şirket içi iletişimi çok gereklidir. Konuşulacak bir konu olmasa bile, çalışanları bir araya toplamak ve durum değerlendirmesi yapmak, moralini yükseltmektedir.
- Stresin oldukça yoğun olduğu dönemlerde, iş atmosferini küçük şeyler bile iyileştirebilir. Bu dönemlerde lüks olmayan



Derleyen:

Dr. Alp Keler

Fortis Portföy Yönetimi A.Ş.
Genel Müdürü

“ 2009 yılının ilk çeyreğinin son günlerinde piyasalarda toparlanma eğilimi sürse de, 2008 yılında yaşanan karamsar tablo çoğu yatırımcıyı yeni pozisyon alırken daha temkinli olmaya zorlamakta. ”

bazı giderlerin azaltılması yerine artırılması motivasyonu yükseltir.

Yatırım Süreçleri:

- Şeffaf bir yönetim zorunludur ama yeterli değildir. Portföy şeffaflığı bazı durumlarda yanıltıcı olabilir. Önemli olan o menkul kıymete yatırım yapmadan önce yeterli şeffaflığın sağlanıp sağlanamayacağına belirlenmesi ve eğer bu sağlanamayacaksa o yatırımın yapılmaması gerekliliğidir.
- Kriz dönemlerinde az tecrübeli portföy yöneticileri ve yeni kurulan fonlar konusunda portföy yönetim şirketleri daha kuşkulu davranmalıdır. Bunların geçmiş dönem performansları uzun zamana dayanmadığı için, aşırı kriz dönemlerinde çok olumsuz performansla ulaşılabilir.
- Portföy yönetim şirketleri contrarian (geniş çaptaki eğilime karşı olan yatırımcı) fon yöneticilerini daha iyi anlamaya çalışmalıdır. Contrarian fon yöneticilerinin görüşleri portföyler için dönem dönem ciddi koruma sağlayabilirler.
- Portföy yöneticisi yatırım yapmadan önce tekrar tekrar şu soruları sormalıdır, "Ben neden yatırım yapıyorum?", "Hedeflerime ulaşmam için en iyi yol gerçekten bu mudur yoksa daha iyi yollar var mıdır?"
- Temeli iyi öğren. Temeli iyi hatırla. Temelden ancak belirli bir marjda uzaklaş ve temelden uzaklaşırken ne hedeflediğini belirle.
- Aşırı zenginlik ve refah seviyesine ulaşan bireyler genellikle değişirler ve bu değişim genellikle yatırımcı bakış açısından uzaklaşma şeklinde gerçekleşir.
- Piyasaların aşağıya düştüğü her noktada yatırımcı üzerinde, bu dip seviyelerden almanın ne kadar güvenli olduğu ile bu seviyenin gerçek anlamda dip olup olmadığı konusunda bir tereddüt yaşanmaktadır. Bu düşüşler de göstermiştir ki, dip noktalardan dönüşlerde her zaman alım fırsatı bulunmaktadır.
- Likiditesi az olan enstrümanlarda Beta yatırımları istenilmeyen sonuçlar yani endeksten aşırı sapmalar meydana getirebilir.
- Eğer bir fon yöneticisi maddi ve önemli ölçüde risk kontrol veya zarar sı-

nırlama disiplininin uzaklaşıyorsa, o fon yöneticisi uyarılmalı ve gerekirse hemen iş kontratına son verilmelidir... Şirket içi denetim/gözetim birimleri riskleri minimuma indirecek şekilde yeniden yapılandırılmalıdır.

- Yönetim ücretleri ve yönetim stilleri değişmektedir. Yaşanan bu büyük dalgalanmanın sonucunda fon yönetimi sektöründe yönetim stilleri daha konservatife doğru ve yönetim ücretleri de rekabetin artması ile daha düşük seviyelere doğru yönelecektir.
- Bazen piyasalarla ilgili sinyaller piyasaya eksperlerinden değil dışarıdan gelmekte. Portföy yöneticileri yaptıkları işin içerisine aşırı girdikleri için çevrelerindeki daha büyük etkenleri kaçırabilirler.
- Bağımsız ratingler bu dönemde kredibilite kaybetmişlerdir. Bu yüzden yatırım sürecindeki detaylı inceleme eskisine göre daha fazla önem taşımaktadır.

Yatırımcı İlişkileri:

- Yatırımcılar her zaman haklı değildir. Fon yönetim şirketlerinin görevi, yatırımcıyı detaylı olarak dinlemek ve yatırımcının duymak istediği veya istemediği şekilde dürüstçe cevaplamaktır. Sektör doğru nedenler ve açıklamalar ile yatırımcıyı tutmaya tercih etmelidir.
- Yatırımcıya kötü haber verilecekse, bunu mümkün olan en erken zamanda vermek daha doğrudur.
- Yatırımcılar stresin yoğun olduğu kötü zamanlarda; açıklıklık, açıklık ve dürüstlüğü her zaman takdir etmişlerdir.
- Yatırımcı performans takibine ve yatırımcı tarafından sağlanan geri beslemeye bu dönemlerde daha fazla önem verilmelidir.
- Yatırımcı eğitimi bu dönemde şirketlerin asıl görevlerinden olmalıdır. Karşılıklı güvenin oluşması için yatırımcının bilinçlendirilmesi ve yatırım yaptığı ürünlerdeki potansiyel risklerin çok iyi aktarılması gerekmektedir.
- Yatırımcılarla çalışırken şeffaflık artık iki aşamada gerekmektedir. Birinci aşama, bugünkü koşullarda piyasalardaki bilgilerin ve portföy bilgilerinin şeffaf bir şekilde aktarılması. İkinci aşama ise fo-

nun stratejisi ve gelecek ile ilgili beklentilerin şeffaf bir şekilde yatırımcı ile paylaşılması. Bugüne kadar gözardı edilen ikinci aşamaya artık daha fazla önem verilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Genel:

- "Batmak için yeterince büyük" kavramı yoktur. Veya bu kavram artık yeniden doğmuştur.
- Bazı problemler zamanla birleşerek kuvvetlenebilirler ve dolayısıyla küçük, etki alanı oldukça dar olan problemler bile gelişen finans sisteminde artık tehlikeye yaratabilirler ve yakından takip edilmelidirler.
- Bazı çok büyük organizasyonların başındaki yöneticiler şirketin taşıdığı veya iş alanındaki riskleri ile ilgili yeterli teknik bilgiye sahip değildiler. Bu kişiler, risklerin nereden kaynaklandığını incelediklerinde artık çok geç olabilir. Bu yüzden risk yönetim sistemleri baştan sona gözden geçirilmelidir.
- Bazen kriz dönemlerinde tüm dünyada düzenleyiciler piyasa gelişmelerinden daha geç haberdar olabilmekte ve yön göstermede geride kalabilmektedirler. Artık düzenleyiciler piyasa ile daha yakın iletişim kurmakta veya önemli konuları piyasaya danışmaktadırlar.
- Herhangi bir konuda aksiyon almak bazen aksiyon almaktan daha yıkıcı sonuçlar doğurabilir. Bir şeye inanıyorsan, onu yapmak gerekir.
- Gerçekleştirilen bir iş veya görev ne kadar yıldırıcı veya zor olursa olsun, takım içerisinde efektif şekilde görev dağılımı yapıp paylaştırılırsa, kontrol edilmesi daha kolay olur.
- Şu an koşullar ne kadar kötüyse, bundan sonra koşullar daha da kötü olabilir. Ancak tünelin ucundaki ışığa hiç ulaşılmayacak kadar aşırı karamsar olmakla da bir şey kazanılmaz.
- Eğer bir yanlışlık olduğu hissediliyorsa, muhtemelen vardır. Yaşanan piyasa koşulları artık daha kuşkucu olmayı gerektirmektedir. Reagan'ın "Güven fakat doğruluğunu kanıtla" sözü bu dönemde "güvenmek istiyorsan, kuşkucu ol, doğruluğunu kanıtla ve tekrar doğruluğunu kanıtla"ya dönüşmüştür.

KONFERANS AJANDASI | NİSAN - HAZİRAN 2009

<p>5. Yıllık EuroFinance Konferansı ‘Türkiye’de Nakit, Mali İşler ve Risk Yönetimi” Tarih : 20-21 Nisan Yer : Hilton, İstanbul www.eurofinance.com/conferences/turkey09/09c_turkey_home.html</p>	<p>Banking Outlook Europe 2009 Banking Outlook Europe 2009 Tarih : 18-19 Mayıs Yer : Millenium Mayfair Hotel, Londra www.terrapinn.com/2009/bankingeu/</p>
<p>Global Alternative Investment Management Tarih : 21-23 Nisan Yer : Conrad Hotel, Hong Kong www.icbi-events.com/gaimasia/</p>	<p>Private Equity 2009 Tarih : 19-20 Mayıs Yer : Londra www.iir-events.com/IIR-conf/TaxAccounting/EventView.aspx?EventID=1184</p>
<p>5th International Russian and CIS Private Equity Forum Tarih : 23-24 Nisan Yer : Moskova, Rusya www.c5-online.com/dynamic/Page8254.aspx</p>	<p>The World Islamic Capital Markets Conference Tarih : 25-26 Mayıs Yer : Gulf Hotel, Bahreyn Krallığı www.megaevents.net/wifcmc/</p>
<p>2009 Emerging Managers Forum Tarih : 26-28 Nisan Yer : The Doral, Miami, Florida www.frallc.com/conference.aspx?ccode=b709</p>	<p>GYODER Gayrimenkul Zirvesi 9 Tarih : 2-4 Haziran Yer : Lütüfi Kırdar Kongre ve Sergi Sarayı, İstanbul www.gyoder.org.tr</p>
<p>3th Annual FundForum Asia Tarih : 27 Nisan – 1 Mayıs Yer : Shangri – La Hotel, Singapur www.icbi-events.com/fundsasia/</p>	<p>2009 IOSCO Annual Conference Tarih : 8-11 Haziran Yer : Hilton, Tel Aviv www.iosco2009.org/</p>
<p>The 2th Annual BAE Global Investment Forum Tarih : 28-29 Nisan Yer : Emirates Palace, Abu Dhabi www.iiconferences.com/customer/iic/iiceventcalendar.asp</p>	<p>Gaim International 2009 Tarih : 16-18 Haziran Yer : Grimaldi Forum, Monako www.icbi-events.com/gaim/</p>
<p>EuroHedge Summit 2009 Tarih : 28-29 Nisan Yer : Palais de la Bourse, Paris www.hedgefundintelligence.com/Event.aspx?ProductID=10401</p>	<p>19th Annual FundForum International Tarih : 22-25 Haziran Yer : Grimaldi Forum, Monako www.icbi-events.com/fundforum/</p>
<p>Strategic Private Equity Investment Middle East 2009 Tarih : 3-5 Mayıs Yer : Dubai, BAE www.fleminggulf.com/conferences/financial/private/equity</p>	<p>Real Estate Investment World Asia 2009 Tarih : 22-24 Haziran Yer : Raffles City Convention Centre, Singapur www.terrapinn.com/2009/reiwasia/</p>
<p>NICSA/IBA 20th Annual Conference on the Globalisation of Investment Funds Tarih : 10-13 Mayıs Yer : The Fairmont Southampton, Bermuda www.nicsa.org/web/conferences/2008-2009/2009-05_Bermuda.asp</p>	<p>Economist Conferences:17th Business Roundtable with the Government of Turkey Tarih : 23 Haziran Yer : Hyatt Regency, İstanbul http://guest.cvent.com/EVENTS/Info/Summary.aspx?e=a3af0699-dd00-4ede-8994-72415b801f3c</p>
<p>Fund Administration and Custody Evolution 2009 Tarih : 11-15 Mayıs Yer : Hilton, Lüksemburg www.icbi-events.com/face/</p>	<p>10th OECD Forum “Beyond the Crisis : For a stronger, cleaner, fairer economy” Tarih : 23-24 Haziran Yer : The OECD Conference Centre, Paris www.oecd.org/forum2009</p>
<p>Investing in ETFs Tarih : 12 Mayıs Yer : Skinners’ Hall, Londra www.efinancialnewsevents.com/conference/etflon09/</p>	<p>SuperReturn Private Equity Emerging Markets Conference 2009 Tarih : 29 Haziran – 2 Temmuz Yer : Intercontinental Hotel, Cenevre www.icbi-events.com/sremergingmarkets/</p>

Derleyen: Levent Gürses

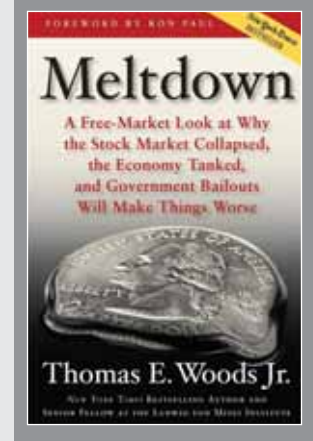
Suçlu kapitalizm mi?

Küresel krizin ardından dünya mediasında yer alan yorumlarda “yasal düzenlemelerdeki aşırı boşlukların” ve “sınırsız serbest piyasanın” ABD ekonomisini yıktığı ve yasaların sertleştirilmemesi halinde işlerin daha da kötüye gideceği öngörüldü. Ancak, gerçek suçlu başka bir yerde saklanıyor. Thomas E. Woods Jr. “Erime” ana başlıklı kitabında, banka devletleştirmelerinin can simidi haline geldiği finans krizini serbest piyasa gözlüğüyle değerlendiriyor. Kitabın tam adı: “Meltdown: A Free-Market Look at Why the Stock Market Collapsed, the Economy Tanked, and Government Bailouts Will Make Things Worse” (Erime: Borsadaki Çöküşe, Ekonomideki Bozulmaya ve Devletin Kurtarma Paketlerinin İşleri Niçin Daha da Kötü Yapacağına İlişkin Serbest Piyasacı Bir Bakış). Çok satan dokuz kitabın yazarı olan Woods, konut fiyatlarının ve borsanın çöküşünün ardın-

daki gerçek nedenleri irdelerken, sanık sandalyesine Wall Street’ten çok Washington’ın oturtulmasından yana bakış açısı sergiliyor.

Bir eleştiride, Woods’un kitabı, “FED’in yarattığı ekonomik krize serbest piyasa-cı bir yanıt” olarak tanımlanıyor ve Meltdown ile şu konuların açığa çıkacağı vurgulanıyor: Hangi cesur ekonomistler krizi tahmin etti ve kimse dinlemedi, çöküşe gerçekten ne neden oldu, ekonomik krizin faturasını niçin FED –vergi mükellefleri değil- ödemeli, ekonomiyi sağlıklı bir yola koymak için ne yapmalıyız.

Kongre üyesi Ron Paul, kitaba yazdığı önsözde, Meltdown’un doğru bir şekilde sorunları, nedenlerini ve çözüm için neler yapılması gerektiğini tanımladığını vurgulayarak, “Mevcut kriz hakkında bundan daha iyi bir kitap yok” görüşünü savunuyor.



Meltdown: A Free-Market Look at Why the Stock Market Collapsed, the Economy Tanked, and Government Bailouts Will Make Things Worse

Thomas E. Woods Jr.

Regnery Publishing,
Şubat 2009, 256 Sayfa

Bear Stearns’in çöküş öyküsü

ABD’nin belki de şu anda en yetenekli finans gazetecisi olan William D. Cohan, eski bir yatırım bankacısı... Aynı zamanda 2007 yılında piyasaya çıkan ve çok satan ödüllü bir kitap; The Last Tycoons’un yazarı. Bu kitap Wall Street’in üzerinde en çok yazılıp çizilen yatırım bankası Lazard Freres’i anlatıyordu. Cohan’ın yeni kitabı “House of Cards” ise, bir başka yatırım bankası Bear Stearns’in çöküşünü aktarıyor. Bear Stearns, bundan bir yıl kadar önce, Büyük Buhran’dan bu yana en kötü finansal krizin başlangıcını işaret eder bir şekilde iflas etmişti. Wall Street’in beşinci büyük yatırım bankası olan kuruluş, JP Morgan tarafından sadece 240 milyon dolara satın alındı. Oysa kısa bir süre önce değeri 20 milyar doların üzerindeydi.

Cohan’ın türev gibi çok karışık piyasa ve ürünleri büyük bir sadelikle anlattığı; “House of Cards: A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street” aynı zamanda

heyecanlı anlatımıyla dikkat çekiyor. Yazarın başarılı röportajlarını araya önemli bilgiler serpiştirerek sunduğu kitap, Bear Stearns’in Mart 2008’deki 10 çalın gününü anlatıyor. Kuruluşun likidite sorununa ilişkin ilk kuşkulardan, yok pahasına JP Morgan’a satışına kadar olan 10 günü, dakika dakika bir roman havasında yaşamak mümkün... Batmadan önceye kadar dünyanın en büyük ve en saldırgan yatırım bankalarından biri olarak bilinen ve dünya çapında 15 bin kişiyi istihdam eden Bear Stearns, çeşitli biçimlerdeki mortgage ürünlerine dayalı menkul değerlere en çok yatırım yapan finans kuruluşuydu.

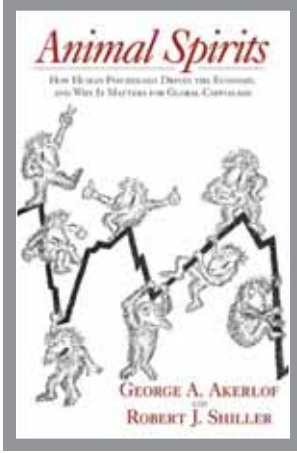
Businessweek’te yer alan eleştiride, Cohan’ın 86 yıllık finans kuruluşunu ve ardından da tüm ekonomiyi aşağıya çeken kibri, hırsı, pervasızlığı ve bayağılığı belgelediği vurgulanarak, House of Cards’ın 1990’da yayımlanan Barbarlar Kapıda adlı klasikle kıyaslanabilecek çağdaş bir eser olduğu belirtiliyor.



House of Cards: A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street

William D. Cohan

Doubleday, Mart 2009,
480 S.



Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism

George A. Akerlof ve Robert J. Shiller

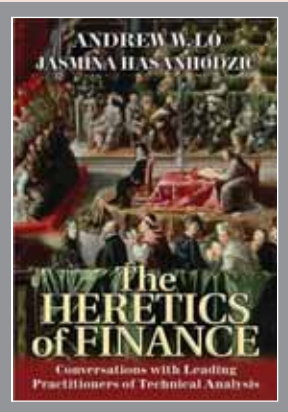
Princeton University Press, Şubat 2009, 264 S.

Ekonomik moral: Tam zamanı

Küresel finans krizi psikolojik güçlerin ülkelerin refahında önemli bir rol oynamaya başladığını gösterdi. Konut fiyatlarının önünde sonunda artacağına ilişkin kör inançtan tutun sermaye piyasalarında güvenin yeniden sağlanmasına kadar her olayda “ekonomik moral” dünya çapında her olayda etkili oluyor. Bu kitapta; “Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism”(Ekonomik Moral: İnsan Psikolojisi Nasıl Ekonomiyi Yönlendiriyor ve Küresel Kapitalizm İçin Niçin Önemli), tanınmış ekonomistler George A. Akerlof ve Robert J. Shiller, bizleri bu bataklığa götüren ekonomik inanışa savaş açıyorlar ve yerine ekonomide büyük bir değişime yol açacak, yeniden refah artışı sağlayacak sağlam bir yeni vizyon koyuyorlar.

2001 Nobel Ödülü sahibi Prof. Dr. Akerlof ile Irrational Exuberance gibi tanınmış bir kitabın yazarı Prof. Dr. Shiller’in birlikte yazdıkları “Animal Spirits”, liderlerin ekonomik morali –dünya ekonomisine yön veren insan psikolojisinin güçlü yönü- nasıl yönlendirdiklerini anlamamız için bir yol haritası olacak.

Akerlof ve Shiller, ekonomik politikaların oluşmasında aktif hükümet rolünün gerekli olduğunu ekonomik moral olgusunu ortaya atarak savunuyorlar. John Maynard Keynes, Büyük Buhran’a ve ardından canlanmayı getiren değişen psikolojiye neden olan belirsizlik ve umutsuzluğu tanımlamak için, ekonomik moral olgusundan yararlanmıştı. Akerlof ve Shiller, tıpkı Keynes gibi, ekonomik moralin yönetiminde hükümetin istikrarlı elinin gerektiğini ve piyasaların bunu yapamayacağını biliyorlar.



The Heretics of Finance: Conversations with Leading Practitioners of Technical Analysis

Andrew W. Lo ve Jasmina Hasanhodzic

Bloomberg Pres, Ocak 2009, 288 S.

Teknik analize hücum

Teknik analizin özellikle ABD’de popülaritesi artmaya devam ediyor. İşlemciler ve yatırımcıları kendine çekerken, akademisyenler arasında özellikle uzun vade konusunda karamsarlık hakim.

Teknik analizin niçin bu kadar fanatığı olduğunu bulmak için MIT’nin saygın finans profesörü Andrew Lo ve araştırmacı arkadaşı Jasmina Hasanhodzic, “Heretics of Finance” adını verdikleri kitapta bu alanın uzmanlarıyla yaptıkları röportajları bir araya getirdiler. Lo ve Hasanhodzic, teknik analizi anlamanın en iyi yolunun bunu uygulayanlarla konuşmak olduğu fikrinden yola çıktılar ve Heretics of Finance’de bu alanın öncüleri ustalıklarının öyküsünü anlattılar. Ralph Acampora, Laszlo Birinyi, Walter Deemer, Paul F. Desmond, Gail Dudack, Robert Farrell,

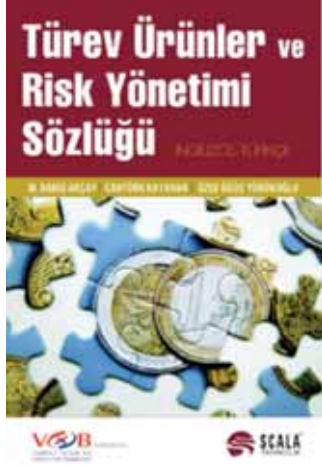
John Murphy, Linda Raschke, Alan Shaw gibi gurular teknik analizde yaratıcılığın ve duyguların önemini anlatırken, başarıya giden yolda model, strateji ve uygulamalarını da paylaştılar.

“The Heretics of Finance: Conversations with Leading Practitioners of Technical Analysis” sadece teknik analiz sanatına bir bakış sunmuyor aynı zamanda başarılı bir işlemcinin yapısını da ortaya koyuyor. Kitabın ilk yarısı işlemcilerin karakterine odaklanıyor: Teknik analizi nasıl ve niçin öğrenmişler, hangi piyasa koşulları hata yapma şansını artırıyor, sıradan bir günleri nasıl geçiyor. İkinci bölüm ise teknik analize yoğunlaşıyor. Bu yöntemin doğruluğu nasıl kanıtlanabilir, başka disiplinlere uygulanabilir mi, şansın rolü nedir gibi sorulara yanıt aranıyor.

TÜREV ÜRÜNLER VE RISK YÖNETİMİ SÖZLÜĞÜ

M. Barış Akçay(MA),
Cantürk Kayahan,
Özge Ögüç Yürükoğlu

İngilizce-Türkçe, Scala Yayıncılık, Nisan 2009, 258 s.



Değişen dünyaya hızla adapte olma yolunda ilerleyen Türk finans piyasalarının en temel ihtiyaçlarından biri yetişmiş eleman eksikliğidir. Bu eksiklik finans kesiminde, reel sektörde ve akademik dünyada hissedilmektedir. Ülkemizde yaşanan önemli bir boşluğu dolduracağına inandığımız bu çalışmanın Türev Ürünler ve Risk Yönetimi ile ilgili çalışma yapan her kesime yararlı olacağına inanıyoruz.

“Türev Ürünler ve Risk Yönetimi Sözlüğü'nün yayınlanması, sadece Borsamız açısından önemli bir sosyal sorumluluğun yerine getirilmesi değildir, bu yayın bilim dünyasında türev piyasalar alanında daha birçok yeni eserin yolunu açacak olması ve finansal piyasalarımızda önemli bir ihtiyacı karşılayacak olması sebebiyle büyük önem taşımaktadır.”

Işınsoy Kestelli, Yönetim Kurulu Başkanı, VOB - Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

KRİZLER, PARA VE İKTİSATÇILAR

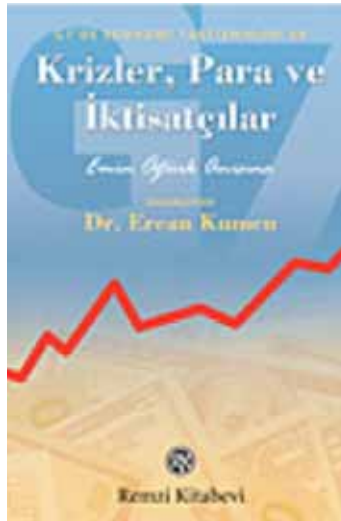
Ekonomik kriz, parasal sorunlar... ve uzman iktisatçı analizleri...

Ercan Kumcu

Remzi Kitabevi, 272 s

G7... Onlara ister Grup-7 ister Gurme-7 deyin, farklı mutfaklara özgü yemekleri denemekten hoşlanan, ekonomi dahil kimi güncel konuları tartışmayı ve fikir üretmeyi seven, ekonomi alanında uzmanlardan oluşan bir arkadaş grubunun addidir.

Krizler, Para ve İktisatçılar, G7'nin bir üyesi olan ve şimdi aramızda bulunmayan saygın ekonomist Emin Öztürk'ün anısına düzenlenen bir konferansta tartışılan güncel konulardaki görüş ve yorumlardan derlendi.

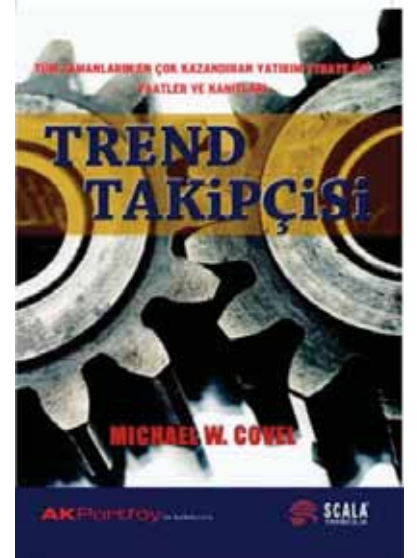


TREND TAKİPÇİSİ

Tüm Zamanların En Çok Kazandıran Yatırım Stratejisi
Vaatler ve Kanıtlar

Michael W.Covel, Çeviri:
Neşenur Domaniç

Scala Yayıncılık, Ocak 2009, 514 s.



John W. Henry'yi Boston Red Sox'u satın almaya yetecek kadar zengin eden alım-satım stratejisinin tüm ayrıntıları. En başarılı trend takipçilerinin aldığı fiili sonuçları içeren 50'nin üzerinde anlaşılması kolay grafik ve tablo. Trend takibinin yatırım portföyüne nasıl uygulayacağını gösteren akıcı ve kolay anlaşılır bir rehber.

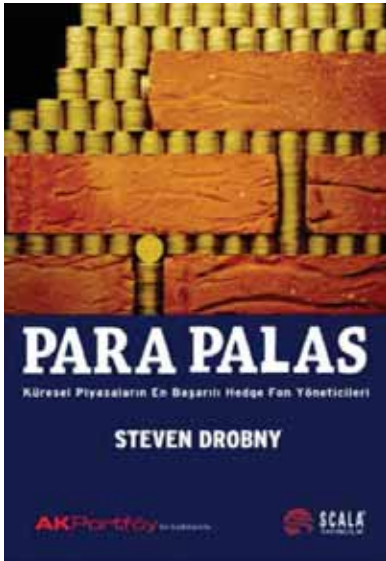
PARA PALAS

Küresel Piyasaların En Başarılı Hedge Fon Yöneticileri

Steven Drobny

Çeviri: Neşenur Domanıç, Scala Yayıncılık, Ocak 2009, 340 s.

"Drobny'nin kitabı dünyanın üst düzey makro alım-satımcılarının Bizans tarzı yaklaşımlarını öğrenmek isteyenler için bir kutsal kitap haline gelecek. Kitap bu alım-satımcıların birçok özgün yönüne de yer verirken, New York veya Londra'daki küçük kutsal ofislerinde milyarlarca doları nasıl kazandıklarını anlatıyor. Küresel piyasalarda ender rastlanan ve sürekli bir biçimde neredeyse havadan bile para kazanan bu tür hakkında muhteşem bir kitap." Gavyn Davies, Fulcrum Asset Management, Yönetim Kurulu Başkanı, Goldman Sachs'ın eski baş ekonomisti



RİSK YÖNETİMİ (CD Rom Uygulamalı)

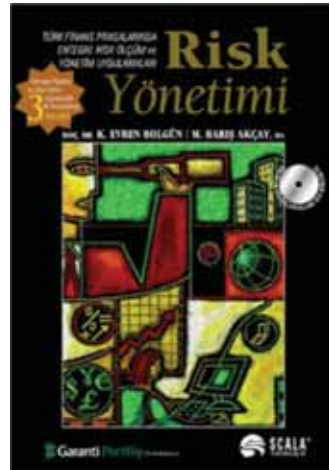
Sermaye Piyasası ve Reel Sektör

Uygulamaları ile Genişletilmiş 3. BASKI

Dr. K. Evren Bolgün,
M. Barış Akçay (MA),

Scala Yayıncılık, Türkçe, 768 s.

Türkiye'de 2001 krizinin ardından 50 Milyar dolara ulaşan maliyet ile birlikte, öncelikle bankacılık sektöründe temel bir standart haline gelen "Risk Yönetimi" felsefesi, özünde finansal profesyoneller açısından bir tür zorunluluk olarak görülmekle beraber bireyler bazında, kültürel bir değişimi ifade ettiğinde ancak tam anlamıyla başarılı olabilecektir. ABD'de başlayarak dünyaya yayılan küresel kredi krizi zarar miktarının üç trilyon dolara ulaşmasının beklendiği gözönüne alındığında, risk iştahının kontrol edilmesinde başarı sağlanmasının oldukça zor olduğu ifade edilebilir. Türk finans sektörü bilançoları içerisinde bulunmayan toksik kredi türevleri, finansal iflasların yaşadığı küresel piyasa koşullarında Türk bankacılık sektörünün döviz talebinin sürekliliği ve artan risk primi nedeni ile finansman maliyetlerini etkilemiştir. Belirlenen riskler, doğru yönetilmediğinde kurumların yıllık faaliyet kazançlarını çok kısa bir süre içerisinde kaybetmelerine neden olabilmektedir.



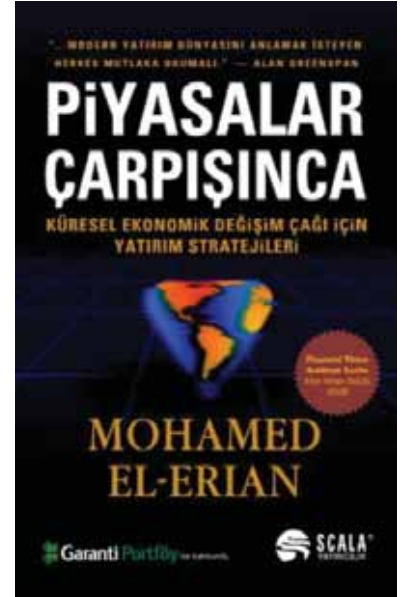
PIYASALAR ÇARPIŞINCA

Küresel Ekonomik Değişim Çağı İçin Yatırım Stratejileri

Mohamed A. EL-ERIAN

Scala Yayıncılık, Ocak 2009, 340 s.

(Financial Times ve Goldman Sachs yılın iş kitabı 2008 ödülü)



"Mohamed A. El-Erian dünyanın en yetenekli ve başarılı risk yöneticilerinden biridir. El-Erian bu kitapta ileri risk analizine yönelik akademik bilgileri bir portföy yöneticisinin gerçek dünya ekonomisine ilişkin görüşleriyle bir araya getiriyor. Modern yatırım dünyasını anlamak isteyen herkes mutlaka okumalı." Alan Greenspan

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
	30-Ocak-09	365.71	-0.867	3.06	0.033	0.033
	27-Şubat-09	350.36	-0.017	-0.327	-3.261	-4.166
	31-Mart-09	360.20	-1.101	0.491	2.809	-1.474
B Tipi	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	1017.96	0.04	0.24	1.15	12.54
	30-Ocak-09	1029.06	0.028	0.223	1.091	1.091
	27-Şubat-09	1035.87	0.039	0.234	0.716	1.76
	31-Mart-09	1043.47	0.008	0.078	0.734	2.507

KYD YTL Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
30 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	487.13	0.04	0.29	1.48	17.89
	30-Ocak-09	493.76	0.037	0.268	1.361	1.361
	27-Şubat-09	498.77	0.02	0.288	1.088	2.39
	31-Mart-09	504.35	0.044	0.215	1.119	3.535
91 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	633.67	0.05	0.41	1.78	18.41
	30-Ocak-09	647.25	0.067	0.447	2.143	2.143
	27-Şubat-09	653.59	0.041	0.358	1.086	3.144
	31-Mart-09	661.8	0.046	0.22	1.256	4.439
182 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	785.05	0.06	0.6	2.58	19.32
	30-Ocak-09	808.05	0.07	0.631	2.93	2.93
	27-Şubat-09	814.95	0.009	0.405	1.005	3.809
	31-Mart-09	827.31	0.142	0.218	1.517	5.383
365 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	734.61	0.12	1.02	4.95	20.22
	30-Ocak-09	758.29	0.014	0.904	3.223	3.223
	27-Şubat-09	765.86	0.061	0.264	1.129	4.254
	31-Mart-09	783.92	0.345	0.112	2.358	6.712
547 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	160.5	0.1	1.03	6.5	19.42
	30-Ocak-09	165.67	0.015	1	3.221	3.221
	27-Şubat-09	166.93	-0.007	-0.257	1.011	4.006
	31-Mart-09	172.07	0.408	-0.029	3.079	7.209
TÜM	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	682.82	0.08	0.76	4.69	18.6
	30-Ocak-09	702.3	0.019	0.736	2.853	2.853
	27-Şubat-09	706.53	0.037	0.129	0.763	3.472
	31-Mart-09	724.08	0.294	0.105	2.484	6.043

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
	30-Ocak-09	128.06	0.086	0.321	0.196	0.196
	27-Şubat-09	128.31	0.008	0.234	0.258	0.391
	31-Mart-09	129.38	0.008	0.023	0.834	1.228
USD - YTL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	118.28	0.86	1.02	-2.9	35.77
	30-Ocak-09	127.27	1.564	-1.616	7.601	7.601
	27-Şubat-09	131.66	0.374	-0.416	5.017	11.312
	31-Mart-09	131.29	-1.167	1.304	-0.281	10.999
EUR	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	111.79	0.01	0.04	0.18	-0.8
	30-Ocak-09	110.68	0.018	0.09	-0.993	-0.993
	27-Şubat-09	111.08	0.018	0.09	0.398	-0.635
	31-Mart-09	111.52	0.018	0.09	0.396	-0.242
EUR - YTL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	121.56	-0.34	0.92	6.65	26.2
	30-Ocak-09	118.63	-0.261	-1.495	-2.41	-2.41
	27-Şubat-09	120.84	-0.371	-0.165	0.182	-0.592
	31-Mart-09	125.75	-0.412	-0.765	4.063	3.447

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
	30-Ocak-09	181.95	-0.73	0.34	-0.41	-0.41
	27-Şubat-09	174.59	-0.36	1.39	-4.89	-4.44
	31-Mart-09	182.77	0.62	-0.8	4.69	0.04
USD - YTL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	169.63	0.63	1.37	7.82	32.53
	30-Ocak-09	181.48	0.74	-1.57	6.99	6.99
	27-Şubat-09	179.72	0	0.73	-0.41	5.95
	31-Mart-09	185.96	-0.56	0.47	3.47	9.63
EUR	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	148.08	0	0.44	4.92	0.45
	30-Ocak-09	151.58	-0.17	0.31	2.36	2.36
	27-Şubat-09	151.42	0.1	0.37	-0.15	2.26
	31-Mart-09	155.43	0.04	0.46	2.65	4.96
EUR - YTL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	183.95	-0.35	1.32	11.64	25.71
	30-Ocak-09	185.58	-0.44	-1.25	0.89	0.89
	27-Şubat-09	188.27	-0.29	0.12	-0.29	2.35
	31-Mart-09	200.95	-0.38	-0.37	6.52	9.02

KYD O/N REPO Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	269.13	0.03	0.22	1.08	15.28
	30-Ocak-09	271.74	0.029	0.21	0.97	0.97
	27-Şubat-09	273.95	0.026	0.183	0.873	1.791
	31-Mart-09	276.2	0.025	0.174	0.821	2.627
BRÜT	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	341.88	0.04	0.28	1.26	17.5
	30-Ocak-09	345.82	0.035	0.246	1.152	1.152
	27-Şubat-09	349.2	0.032	0.221	1.048	2.141
	31-Mart-09	352.61	0.028	0.199	0.977	3.139

Yatırım Fonlarında İlk Çeyrek

Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi yılın ilk çeyreğinde nette %-3,93, reel olarak da %-4,93 oranında değer kaybetmiştir. FM A Tipi Endeksi, nette %-0,35, reel olarak %-1,39 oranında değer kaybederken, FM B Tipi Endeksi, nette %2,50, reel olarak ise %1,43 oranında değer kazanmıştır. Sonuç olarak; İMKB endeksinde, geçtiğimiz dönemde yaşanan %20'nin üzerindeki düşüşün durduğunu ve global krizin azalmasıyla birlikte endeksteki düşüşün yavaşladığını görüyoruz. Bunun yanında A Tipi fonların endeksten daha iyi bir performans sergilediğini, B Tipi fonların da pozitif getiriye ulaştıklarını gözlemliyoruz.

	2 Ocak 2009	1 Nisan 2009	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	875,95	872,86	-0,35%	-1,39%
İMKB 100	27.005,63	25.943,57	-3,93%	-4,93%
FM B Tipi	1.466,93	1.503,53	2,50%	1,43%

Fonlardaki Büyüme

İlgili dönemde, hem A Tipi, hem de B Tipi fonların portföy değerlerinde ve yatırımcı sayılarında artış görülmüştür. A Tipi fonlardaki yatırımcı sayısı %4,06 oranında, B Tipi fonlardaki yatırımcı sayısı %6,33 oranında artmıştır. A Tipi fonlarda, Yabancı Fonlar haricinde yatırımcı sayısı azalan fon türü bulunmazken, B Tipi fonlarda yatırımcısı azalan fon türü bulunmamaktadır. 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 %6,99, B Tipi fonların ise %18,39 oranında arttığını, tüm piyasanın da toplamda %25,38 oranında büyüdüğünü görebiliriz.

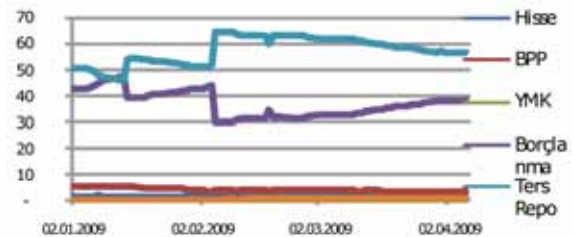
Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Fon Endekslerine göre Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
A Tipi	Değişken Fon	115,63	118,83	3	13.403	14.652	9,31	3,12%	0,49	0,41
A Tipi	Endeks Fon	137,49	147,94	8	12.493	13.481	7,9	7,94%	0,58	0,52
A Tipi	Fon Sepeti	2,63	2,47	4	10	15	50	4,51%	0,01	0
A Tipi	Hisse Fon	57,58	65,41	14	9.748	11.488	17,84	13,95%	0,25	0,23
A Tipi	İştirak Fon	24,06	27,68	15	1.718	1.741	1,33	15,38%	0,1	0,09
A Tipi	Karma Fon	182,73	192,49	5	142.054	145.372	2,33	5,68%	0,77	0,67
A Tipi	Sektör Fonu	0,38	0,06	-85	52	55	5,76	-84,50%	0	0
A Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fon	0,38	0,83	-5	440	427	-2,95	-4,48%	0	0
A Tipi Toplamı		521,38	555,98	7	179.918	187.231	4,06	6,99%	2,21	1,96
B Tipi	Değişken Fon	1.066	1.742	63	139.213	202.984	45,8	60,96%	4,51	6,12
B Tipi	Endeks Fon	154	168	9	1	1	0	6,18%	0,65	0,59
B Tipi	Fon Sepeti	8	8	6	79	110	39,24	3,33%	0,03	0,02
B Tipi	Karma Fon	1	3	137	489	582	19,01	134,97%	0	0,01
B Tipi	Kıym. Maden Fonları	43	132	210	8.494	13.900	63,64	207,07%	0,18	0,46
B Tipi	Likit Fon	20.446	23.678	16	2.699.387	2.779.702	2,97	13,30%	86,7	83,27
B Tipi	Tahvil ve Bono Fonu	1.331	2.127	60	69.046	103.559	49,98	57,38%	5,64	7,48
B Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fon	11	18	60	4.574	5.493	20,09	57,40%	0,04	0,06
B Tipi Toplamı		23.060	27.876	21	2.921.283	3.106.331	6,33	18,39%	97,79	98,04
Tüm Piyasa		23.581	28.432	21	3.101.201	3.293.562	6,20	25,38%		

* Milyon TL (Karşılaştırmalar 2 Ocak 2009, 1 Nisan 2009 dataları ile)

* KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı kısaca yatırımcı hesap sayısı)

Portföylerin Varlık Dağılımları

2009'un ilk üç aylık döneminde, tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %57, Kamu Borçlanma %38, BPP %3 seviyelerinde seyretmektedir.



Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	01.04.2008	01.04.2009	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Fon Endekslerine Göre
A Tipi	584	556	-4,75%	-11,71%	6,98%
B Tipi	25.846	27.876	7,86%	-0,03%	-4,15%
Toplam	26.429	28.432	7,58%	-0,28%	

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 %-0,28 gibi bir oranda küçüldüğünü görmekteyiz.

Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	01.04.2008	01.04.2009	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
A Tipi	980,34	872,86	-10,96%	-17,47%
B Tipi	1.336,08	1.503,53	12,53%	4,31%
İMKB	40.674,17	25.943,57	-36,22%	-40,88%

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 yıllık kayıp %36 civarlarında görülmektedir.

Tip ve Tür Bazında Büyüklükler ve Değişimler

Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Toplam Değeri Değişimi	İlk KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	KBSS% Değişimi	İlk Doluluk*	Son Doluluk	Doluluk% Değişimi
A Tipi	Değişken Fon	116	22%	0%	119	21%	0%	3%	13.403	7%	0%	14.652	8%	0%	9%	0%	0%	5%
A Tipi	Endeks Fon	137	26%	1%	148	27%	1%	8%	12.493	7%	0%	13.481	7%	0%	8%	14%	18%	28%
A Tipi	Fon Sepeti	3	1%	0%	3	0%	0%	4%	10	0%	0%	15	0%	0%	50%	4%	7%	53%
A Tipi	Hisse Fon	58	11%	0%	65	12%	0%	14%	9.748	5%	0%	11.488	6%	0%	18%	15%	7%	-53%
A Tipi	İştirak Fon	24	5%	0%	28	5%	0%	15%	1.718	1%	0%	1.741	1%	0%	1%	7%	8%	9%
A Tipi	Karma Fon	183	35%	1%	192	35%	1%	5%	142.054	79%	5%	145.372	78%	4%	2%	28%	30%	8%
A Tipi	Sektör Fonu	0	0%	0%	0	0%	0%	-85%	52	0%	0%	55	0%	0%	6%	17%	2%	-86%
A Tipi	Yab. Menk. Kıym.	1	0%	0%	1	0%	0%	-5%	440	0%	0%	427	0%	0%	-3%	6%	6%	-5%
Tüm A Tipleri		521		2%	556		2%	7%	179.918		6%	187.321		6%	4%	2%	2%	14%
B Tipi	Değişken Fon	1.066	5%	5%	1.742	6%	6%	63%	139.213	5%	4%	202.984	7%	6%	46%	8%	14%	79%
B Tipi	Endeks Fon	154	1%	1%	168	1%	1%	9%	1	0%	0%	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%
B Tipi	Fon Sepeti	8	0%	0%	8	0%	0%	6%	79	0%	0%	110	0%	0%	39%	1%	1%	1%
B Tipi	Karma Fon	1	0%	0%	3	0%	0%	137%	489	0%	0%	582	0%	0%	19%	2%	5%	172%
B Tipi	Kıymetli Maden	43	0%	0%	132	0%	0%	210%	8.494	0%	0%	13.900	0%	0%	64%	11%	30%	170%
B Tipi	Likit Fon	20.446	89%	87%	23.678	85%	83%	16%	2.699.387	92%	87%	2.779.702	89%	84%	3%	10%	13%	32%
B Tipi	Tahvil ve Bono	1.331	6%	6%	2.127	8%	7%	60%	69.046	2%	2%	103.559	3%	3%	50%	8%	15%	83%
B Tipi	Yab. Menk. Kıym.	11	0%	0%	18	0%	0%	60%	4.574	0%	0%	5.493	0%	0%	20%	7%	11%	47%
Tüm B Tipleri		23.060		98%	27.876		98%	21%	2.921.283		94%	3.106.331		94%	6%	9%	13%	49%
Tüm Piyasa		23.581,04			28.432			21%	3.101.201			3.293.562			6%	6%	9%	45%

* Milyon TL (Karşılaştırmalar 2 Ocak 2009, 1 Nisan 2009 dataları ile)

* KBSS Katılma Belgesi Sahibi Sayısı, kısaca yatırımcı hesap sayısı

Doluluk Oranı: Dolanımdaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi

2009 yılının ilk üç ayında fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda portföy değerleri %21, yatırımcı sayıları da %6 oranında artmıştır. A Tipi fonların yatırımcı sayıları %4 oranında, B Tipi fonların yatırımcı sayıları da %6 oranında büyümüşür. A Tipi fon türlerinde en büyük artış, ilgili dönemde hisse fonlarında olmuştur. B Tiplerinde ise yatırımcı

cılar sırasıyla, Kıymetli Maden, Tahvil Bono ve Değişken fonları tercih etmişlerdir. A Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları %14 artarken, B Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları, %49 gibi yüksek bir oranda artış göstermiştir. Sonuç olarak; tüm fon piyasasına baktığımızda, geçen dönemdeki düşüşlerin aksine, fon büyüklükleri ve yatırımcı sayılarında artışlar görülmektedir.

Fon Endeksleri ve Değişimler

2009 ilk dönemi itibariyle fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda; A Tipi fon endeksinin enflasyona yenildiğini, B Tipi fon endeksinin ise yatırımcıları enflasyona karşı koruduğu, aynı zamanda %12,53 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 ayırımı yapılmaktadır. Tablodaki Fonmarket endeksleri ile ilgili tüm bilgileri ve nasıl hesaplandığını ayrıntılı olarak www.fonmarket.com adresinden inceleyebilirsiniz.

Endeks	Fon Sayısı	01.04.2008 Değeri	01.04.2009 Değeri	%Değişim	Rel artış Tüfe'ye göre
A Tipi Fonlar Endeksi	50	980,34	872,86	-10,96	-10,23
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1.336,08	1.503,53	12,53	11,54
Likit Fon Endeksi	15	1.328,58	1.487,87	11,99	11,04
Endeks Fon Endeksi	10	342,44	240,76	-29,69	-27,60
Hisse Fon Endeksi	10	739,08	613,02	-17,06	-15,88
Karma Fon Endeksi	15	1.236,49	1.303,54	5,42	4,95
İştirak Fon Endeksi	1	907,34	790,94	-12,83	-11,96
Sektör Fonu Endeksi	1	850,10	633,20	-25,52	-23,72
Yabancı Men. K. Fon Endeksi	5	318,30	378,92	19,04	17,58
Değişken Fon Endeksi	25	1.330,67	1.553,80	16,77	15,47
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1.385,03	1.644,60	18,74	17,30
FM 30 Endeksi	30	1.220,26	1.375,65	12,73	11,73
FM 50 Endeksi	30	1.179,75	1.353,13	12,97	11,95
Fon Sepeti Endeksi	3	99,49	113,76	14,34	13,22

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 Birinci 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	457	479	5%	590.579	585.223	-1%	6%	7,15	6,94
Diğer Fonlar	945	968	2%	885.503	858.931	-3%	5%	14,8	14,05
Gelir Amaçlı Fonlar	3.881	4.264	10%	2.207.377	2.236.321	1%	9%	60,78	61,88
İhtisaslaşmış Fonlar	17	17	2%	12.922	12.510	-3%	5%	0,25	0,24
Para Piyasası Fonları	1.085	1.163	7%	1.282.324	1.324.477	3%	4%	16,99	16,87
Tüm Piyasa	6.384	6.890	8%	4.978.705	5.017.462	1%	7%		

* Milyon YTL (Karşılaştırmalar 2 Ocak 2009, 1 Nisan 2009 dataları ile)

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

Emeklilik fonlarının 2009 yılı ilk çeyreği boyunca portföy değerlerinin % 8 artışının yanı sıra yatırımcı sayılarının da azda olsa %1 oranda arttığını görebiliyoruz. Değer artışını hesapladığımızda ise; yönetilen büyüklükteki artışın sisteme katılan yeni yatırımcılar sayesinde gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Sonuçta emeklilik fon pa-

zarının büyümesi %7 civarında gerçekleşmiştir. Diğer bir konu ise bu dönemde yatırımcıların tercihlerinin değişip değişmediği; diğer fonlar, ihtisaslaşmış fonlar ve büyüme amaçlı fonlardaki yatırımcı sayıları azalırken, para piyasası fonları ve gelir amaçlı fonlara olan ilgi artmıştır.

Fonlarda Büyüme ve Enflasyon

Fon Türleri	01.04.2008	01.04.2009	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	390	479	22,66%	14%
Diğer Fonlar	827	968	17,11%	9%
Gelir Amaçlı Fonlar	2.935	4.264	45,27%	35%
İhtisaslaşmış Fonlar	17	17	-1,19%	-8%
Para Piyasası Fonları	589	1.163	97,49%	83%
Toplam	4.758	6.890	44,82%	34%

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasının; İhtisaslaşmış fonların negatif getirisine rağmen tüm piyasanın %44,82'lik artışından enflasyonu düşünce yine de net olarak %34 büyüdüğünü söyleyebiliriz.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2009'un ilk üç aylık dönemindeki tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %72, Repo %15, Hisse %8, Diğer %5 seviyelerinde seyretmektedir.

