

Değerli okurlar,

Geçtiğimiz ay sektörümüz açısından tarihi bir gelişmeyi, Türkiye Portföy Yönetimi Sektörü'nün 100 Milyar TL büyüklüğe ulaşmasını gururla kutladık. Sektörün tüm taraflarının katılımıyla düzenlediğimiz etkinlikte Portföy Yönetimi sektörünün ülkemiz ekonomisine ve sermaye piyasalarımıza sağladığı katma değeri vurgulama imkanını bulduk.

Önümüzdeki beş yılda sermaye piyasalarının büyük bir dönüşüm yaşamasını bekliyoruz. Bu dönüşümde ana rolü, kurumsal yatırımcıların yani portföy yönetimi sektörünün üstleneceğine inanmaktayız.

Söz konusu etkinlikte yapılan konuşmalara dergimizin TKYD'den sayfasında geniş bir yer ayırdık. Her yıl olduğu gibi Ocak-Mart sayımızda Portföy Yönetim Şirketleri Çalışan Anketimizin sonuçlarını paylaşıyoruz. Bu yılki anketimize katılan 22 kuruma katkılarından dolayı teşekkür ederiz.

Yine yeni yılın ilk sayısına özgü 10 Ekonomistten Türkiye Ekonomisine yönelik öngörülerini bulacağınız geleneksel bölümümüzü sürdürüyoruz. Fon Yöneticileri Birinci Çeyrek Beklenti Anketi de 20 fon yöneticisinin katılımıyla gerçekleştirildi.

Borsa İstanbul'un bir teknoloji şirketine dönüşümünü Genel Müdür Yardımcısı Sn. Adnan Metin ile yaptığımız röportajda konuştuk. Sektör Analizi bölümünde yer alan çalışmanın başlığı "Seçim Sonrası Bireysel Emeklilik Fonlarında Yatırımcı Tercihleri". Borçlanma Araçları Tebliğinde değişiklik taslağını değerlendiren bir çalışma, portföy yönetiminde risk yönetiminin rolü ve önemini anlatan iki ayrı makale, yatırım fonları derecelendirmesi diğer bölüm başlıklarımız arasında.

Yeni Ürün sayfamızda, ilk örnekleri yavaş yavaş ortaya çıkan Gayrimenkul Yatırım Fonları'nı ele aldık. Yabancı Konuk bölümümüzde Belçika Portföy Yöneticileri Derneği yer alıyor. Ayrıca finans konulu sinema filmlerini inceleyen bir çalışmayı da ilgiyle okuyacağınızı düşünüyoruz.

Yeni yılınızı kutlarım.

Saygılarımla,

Dr. Alp Keler
TKYD Başkanı



“ Türkiye Portföy Yönetimi Sektörü'nün 100 Milyar TL büyüklüğe ulaşmasını gururla kutladık. Sektörün tüm taraflarının katılımıyla düzenlediğimiz etkinlikte Portföy Yönetimi sektörünün ülkemiz ekonomisine ve sermaye piyasalarımıza sağladığı katma değeri vurgulama imkanını bulduk. ”

içindekiler



4 SEKTÖRDEN HABERLER

6 TKYD ANKET

FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 1.Çeyrek/2016

8 KAPAK

Portföy Yönetim Sektörünün Büyüklüğü 100 Milyar TL'ye Ulaştı

13 TKYD'DEN

KOKTEYL - TKYD, 22 Aralık 2015 Salı akşamı Şans Restaurant'ta gerçekleştirilen Yeni Yıl Kokteyli'nde üyelerini ve konukları ağırladı. Bonds, Loans & Sukuk Turkey

14 2016'da TÜRKİYE EKONOMİSİ

10 EKONOMİST'TEN 2016 YILI İÇİN TÜRKİYE TAHMİNİ

18 RÖPORTAJ

Borsa İstanbul, borsası olan bir teknoloji şirketi olma yolunda
Adnan Metin / Genel Müdür Yardımcısı / Borsa İstanbul

24 PYS ANKET

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞAN PROFİLİ ANKETİ

26 SEKTÖR ANALİZİ

Bireysel emeklilikte yatırımcı tercihlerinin değişimi
Nuri Oğuz Ayhan, CFA / Emeklilik Fonları Kıdemli Portföy / Yöneticisi / İş Portföy Yönetimi A.Ş.

28 BORÇLANMA ARAÇLARI

Borçlanma Araçları Tebliğ Taslağı'na İlişkin Görüşler
Dr. Ayşe Botan Berker / Merit Risk Yönetimi ve Danışmanlık Hizmetleri Ltd Şti.

31 KONFERANS AJANDASI

32 DERECELENDİRME

Fitch'in Fon Kalitesi Derecelendirme Süreci
Alastair Sewell / Fon ve Varlık Yönetimi Grubu Kıdemli Direktörü ve EMEA ve APAC Bölge Yöneticisi / Fitch Ratings

34 PORTFÖY YÖNETİCİSİ GÖZÜYLE

YATIRIMCI İŞTAHI JEOPOLİTİK RİSKLERİN BASKISI ALTINDA
Pınar Uğuroğlu / Araştırma Direktörü / TEB Portföy Yönetimi A.Ş.



OCAK - ŞUBAT - MART 2016

36 YENİ ÜRÜN

Gayrimenkul Yatırım Fonları

Mehmet Ali Ersarı / Genel Müdür Yardımcısı / Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

24 GPYŞ Primo Gayrimenkul Yatırım Fonu

Erdem Güler / Genel Müdür / 24 Gayrimenkul Portföy Yönetim Şirketi A.Ş.

40 RİSK YÖNETİMİ

RİSK YÖNETİMİ MODEL EKSİKLİKLERİ İLE PORTFÖY YÖNETMEK

Doç. Dr. Evren Bolgün / Ekonomist

Risk Yönetiminin Yatırım Kararlarına Katkısı

Doç. Dr. Mehmet Horasanlı / Risk Yönetimi, İç Kontrol ve Performans İzleme Müdürü
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

46 YABANCI KONUK

Belçika portföy yönetimi sektörünün büyüklüğü GSYİH'nin %65'i

Hugo Lasat, / President of BEAMA

Josette Leenders / Director General of BEAMA

50 SİNEMA

EN İYİ FİNANS FİMLERİ

56 EĞİTİM

Parayön ile Gençler Finansal Okuryazarlığı Öğreniyor

Özlem Denizmen / QFinansal Okuryazarlık ve Erişim Derneği (FODER) Kurucu Başkanı

58 FON DÜNYASI

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

62 TÜRKİYE YATIRIM FONLARI PİYASASI

YATIRIM FONLARI PAZARI

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

66 YATIRIMCI KİTAPLIĞI

Derleyen: Levent Gürses

68 SERBEST KÜRSÜ

Şirket Aktiflerinde Önemli Bir Kalem: Entelektüel Sermaye

Serkan Karabacak / Suryapı SPV / Yönetim Kurulu Üyesi

70 EFAMA Avrupa yatırım fonu varlıkları 2015 3. çeyrekte %4.1 azaldı

72 Dünya Yatırım Fonları net varlıkları %5.9 küçüldü

74 SEKTÖR VERİLERİ

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
adına İmtiyaz Sahibi H. Halim Çun

Sorumlu Müdür

Dr. Cüneyt Demirkaya

Editör

Güzin Övünç
guzinovunc@tkyd.org.tr

Yayın Kurulu

Halim Çun
Aytaç Aydoğan
Didem Çankaya Ural
Mehmet Ali Ersarı
Mehmet Gerz
Doç. Dr. Mehmet Horasanlı
Özgür Çatı
Serkan Karabacak
Tankut Taner Çelik

Danışma Kurulu

Dr. Alp Keler
Alim Telci
Bengi Subaşı
Didem Gordon
Emir Alpay
Fatih Arabacıoğlu
Gür Çağdaş
Dr. Gürman Tefvik
Hakan Eryılmaz
Hasan Güzelöz
Hüseyin Ergin
Mehmet Akyol
Namık Aksel
Özgür Güneri
Tevfik Eraslan
Tolga Ataman

Reklam Müdürü

Selin Sözer Kayar
selinkayar@kyd.com.tr

Yayın Türü

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

Yönetim Adresi

KYD Bilgi Yönetimi ve İletişim A.Ş.

İş Kuleleri Kule:2 Kat:8, 34330 4.Levent - İstanbul - Türkiye
Tel: +90 212 279 03 99 Fax: +90 212 279 07 44
www.kyd.com.tr

İTALİK Ajans Yayıncılık Reklam ve Matbaa

Grafik Tasarım ve Baskıya hazırlık

Derya Bozkurt

Baskı

Portakal Basım Matbaacılık San. Tic. A.Ş.
Tel: 0212 332 28 01

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



PYŞ FAALİYET İZİNİ, SERMAYE ARTIŞI, YETKİ BELGELERİ

- 1) Şeker Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin faaliyet izni ile portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.
- 2) Meksa Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin faaliyet izni ile portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.
- 3) Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin, 5.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 4.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 5.000.000

TL'ye artırılmasına izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

- 4) Ak Portföy Yönetimi A.Ş.** Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.
- 5) 24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.** Primo Gayrimenkul Yatırım Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir. Şirketin 5.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 1.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 1.500.000 TL'ye artırılması talebi olumlu karşılandı.
- 6) Magna Capital Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin 6.525.000 TL olan kayıtlı

sermaye tavanının 10.000.000 TL'ye yükseltilmesi ve 6.525.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 7.125.000 TL'ye artırılması amacıyla Şirket esas sözleşmesinin tadil edilmesine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.

- 7) Omurga Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.**'nin faaliyet izni ve portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmesi 5.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, 1.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 2.000.000 TL'ye artırılması olumlu karşılandı.
- 8) Kurucu ortak Destek Menkul Değerler A.Ş.**'nin talebi doğrultusunda, Destek Portföy Yöne-

timi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetim şirketinin kuruluşu için verilen Sermaye Piyasası Kurulu izni iptal edildi.

9) Azimut Portföy Yönetimi

A.Ş. tarafından Azimut Bosphorus Capital Portföy Yönetimi A.Ş.'nin tüm aktif ve pasifleriyle birlikte bir bütün halinde tasfiyesiz infisah yoluyla devralınması suretiyle 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 155 inci ve 156 ncı maddeleri uyarınca kolaylaştırılmış usulde birleşmesine izin verilmesi, 20.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde Azimut Portföy Yönetimi A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin, birleşme sebebiyle devrolunan Azimut Bosphorus Capital Portföy Yönetimi A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesine tekabül eden 2.000.000 TL ve ayrıca nakdi olarak da 1.866.533 TL olmak üzere toplam 3.866.533 TL tutarında artırılarak, 8.000.000 TL'den 11.866.533 TL'ye yükseltilmesine ilişkin şirket esas sözleşmesinde yapılacak değişikliklere izin verilmesi talepleri olumlu karşılandı.

10) Unan Portföy A.Ş.'nin faaliyetlerinin geçici olarak durdurulmasına ilişkin olarak Şirket'e verilen bir yıllık sürenin bir yıl daha uzatılması talebi olumlu karşılandı.

11) Bayraktar Kardeşler Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.'ye verilen kuruluş izni, III-55.1 sayılı Portföy Yöne-

tim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nin 8'inci maddesinin birinci fıkrası kapsamında iptal edildi.

12) EYG Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 5.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, 1.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 1.500.000 TL'ye artırılması talebi olumlu karşılandı.

KURUMLARDAN HABERLER

Borsa İstanbul'da BISTECH

olarak adlandırılan 'Teknoloji ile Dönüşüm Programı'nın ilk fazı olan Pay Piyasası İşlem Sistemi, takas sistemiyle gözetim ve risk yönetim sistemleri gibi tüm çevresel sistemler 30 Kasım'da devreye alındı.

Borsa İstanbul'un, NASDAQ ile yaptığı işbirliği sonucunda hayata geçirdiği BISTECH projesi kapsamında, aynı tarihten itibaren tek seans uygulamasına geçildi. Öğlen bir saat sürekli müzayede işlemlerine ara verilecek, bu arada da tek fiyattan emir toplama gerçekleştirilecek. Baz fiyat ve fiyat marjları gün başında bir kez hesaplanacak ve tüm gün boyunca geçerli olacak. Fiyat marjı da seanslık %10 yerine, günlük %20 olarak uygulanacak.

MEVZUAT

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 15.09.2015 tarih ve 26/1184 sayılı Kararı:

i) Kurulun i-SPK.52.4 (20.06.2014 tarih ve 19/614 s.k.) sayılı İlke Kararı olarak kabul edilen "Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber" in (6) numaralı "Katılma Paylarının Alım-Satımı" bölümünde yer alan "6.9. Katılma Paylarının Kredi Kartı ile Alımı" başlığından sonra gelmek üzere; "6.10. Fon Katılma Payı Alım Satımının Yabancı Para Birimi Cinsinden Gerçekleştirilmesi

Fon toplam değerinin en az %80'i oranında yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan fonlarda, katılma payı alım satımı TL'nin yanı sıra pay grubu oluşturulmak suretiyle TCMB tarafından günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı para birimleri üzerinden de gerçekleştirilebilir. Bu durumda, katılma payı fiyatı bağlı olduğu pay grubuna göre TL veya yabancı para birimi cinsinden açıklanır." ifadesinin eklenmesine,

ii) Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (TEFAS) aracılığıyla iletilen yatırım fonu katılma payı alım satım talimatlarının, ilgili yabancı para birimi cinsinden gerçekleştirilmesine imkan verecek sistemsel altyapı uygulamaya konulana kadar, TEFAS'ta işlem gören fonların yabancı para cinsinden fiyat açıklanan pay gruplarına ilişkin katılma payı alım satım işlemlerinin sadece portföy yönetim şirketlerince gerçekleştirilmesine karar verildi.

FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 1.Çeyrek/2016

İLK ÇEYREKTE GÖZLER YİNE MERKEZ BANKALARINDA

Kurumsal Yatırımcı dergisinin düzenlediği “Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi”ne göre, ilk çeyrekte yatırım kararları verilirken ABD Merkez Bankası’nın (FED) faiz artırımına ilişkin atacağı adımlar ve TCMB’nin para politikası konusundaki kararları öncelikle belirleyici olacak.

Anket, çoğunluğunu Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin oluşturduğu 20 fon yöneticisinin katılımıyla 21 Aralık – 6 Ocak tarihleri arasında gerçekleştirildi.

Gözler merkez bankalarında

Piyasalarda belirleyici olacak etken

FED’in faiz artırımına ilişkin beklentiler	45
Siyasi alanda gelişmeler	15
Avrupa sorunlu ekonomileri	-
Dış siyasi gelişmeler	-
TCMB para politikası kararları	30
Uzakdoğu (Çin) ekonomik verileri	5
Diğer (Hepsi)	5

Anket katılımcılarının yüzde 45’i, FED’in yeni faiz artırımlarına yönelik beklentilerin ilk çeyrekte piyasalar üzerinde en önemli belirleyici unsur olacağını belirtti. Ardından yüzde 30 ile TCMB para politikası kararları geldi.

Hisse senedi ilk çeyreğin yatırım aracı olarak öne çıkıyor

Yatırım aracı hangisi olur?

Yatırım aracı hangisi olur?	%
Kısa vadeli hazine bonosu/repo	15
Hisse senedi	50
Altın	-
Özel sektör tahvil	10
Euro/Dolar	20
Emtia	5
Uzun vadeli tahvil	-
Eurobond	-

Anket katılımcılarının yarısı ilk çeyreğin yatırım aracının hisse senedi olacağı öngörüsünde bulundu. Katılımcıların yüzde 20’si euro/dolar, yüzde 15’i kısa vadeli hazine bonosu/repo cevabını verdi.

Enflasyon...Döviz kuru... Büyüme

En çok hangi ekonomik gösterge takip edilecek?	%
Enflasyon	40
Büyüme	25
Cari açık	-
Döviz kuru	35
Bütçe açığı	-
Petrol fiyatları	-
Diğer	-

Fon yöneticileri anketi, yılın ilk çeyreğinde sırasıyla enflasyon verileri, döviz kuru ve büyüme verilerinin en önemli ekonomik gösterge olarak yakından izleneceğini gösterdi. Önceki ankette olduğu gibi, belirtilen diğer seçenekleri işaretleyen katılımcı olmadı.

İlk çeyrekte en iyi performans gelişmekte olan piyasalardan bekleniyor

Hangi ülke/bölge borsalarından iyi performans bekliyorsunuz?	%
ABD	30
Avrupa	20
Gelişmekte olan piyasalar	50
Diğer	-

Fon yöneticilerinin küresel hisse senedi piyasalarında beklenen performansa yönelik olarak ilk çeyrekte en fazla şans tanıdığı bölge, Gelişmekte olan Piyasalar oldu. Sırasıyla ABD ve Avrupa takip etti. Anket katılımcılarının geçen yılın son çeyreğinde en iyi performans beklediği Avrupa, yeni yılda cazibesini yitirmiş görüldü.

YATIRIM ARAÇLARI 2016 TAHMİNLERİ

Gösterge bono faizi (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek sonu	10,50	12	9
Yılsonu	10,50	13	8

BIST 100 endeksi

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek sonu	78,000	84,000	69,600
Yılsonu	85,000	90,000	75,000

Euro/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek sonu	3,2	3,4	3
Yılsonu	3,25	3,8	3

TCMB politika faiz oranı (%)

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek sonu	8,5	9,5	7,5
Yılsonu	9	11	7,5

ABD Doları/TL

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek sonu	3	3,15	2,72
Yılsonu	3,12	3,4	2,75

Döviz Sepeti

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
1.Çeyrek sonu	3,1	3,27	2,86
Yılsonu	3,2	3,6	2,87

12 AYLIK ENFLASYON BEKLENTİSİ

	Medyan	En Yüksek	En Düşük
12 aylık enflasyon	8	9,8	7,45

Altında ve petrolde yukarı yön beklentisi ağır basıyor

Yön	Altın	Petrol
YUKARI	%50	%40
AŞAĞI	%20	%30
YATAY	%30	%30

İlk çeyrekte, altın ve petrol için yukarı yönde hareket beklentisi biraz daha fazla. Bu beklenti katılımcıların yarısı tarafından altın için dile getirilirken, petrol için katılımcıların yüzde 40'ı yükseliş beklediklerini belirtti.

İlk çeyrekte en çok talep Hisse Fonlara bekleniyor

Yeni mevzuatta yer alan fon kategorilerine göre değerlendirilen anket, ilk çeyrekte en fazla Hisse Senedi fonlarının talep göreceğini gösterdi. Katılımcıların yüzde 65'i bu fon sınıfını işaretlerken, ikinci sırada yüzde 40'ar tercihle Borçlanma Araçları, Para Piyasası fonları ve Değişken fonlar yer aldı.

Katılımcıların yüzde 35'i Serbest fonların ilk çeyrekte en fazla talep göreceği fon kategorisi olacağını belirlerken, Kıymetli Madenler, Fon Sepeti

ve Katılım fonları az sayıda katılımcı tarafından tercih edildi.

Borsada bankalar yine önde

Yılın ilk çeyreğinde borsada en iyi performans beklenen sektörlerin başında yine bankacılık sektörü geldi. Üç tercihli listenin en başında bu sektöre yer veren fon yöneticisi sayısı dokuz olurken, ikinci sıradaki tercih olarak da üç fon yöneticisinin listesinde yer aldı.

Bankaları sırasıyla, holding, havayolu, perakende, petrokimya, savunma ve gıda sektörleri izledi.

PORTFÖY YÖNETİMİ SEKTÖRÜNDEN TÜRKİYE EKONOMİSİNE 100 MİLYAR TL YATIRIM



Portföy Yönetim Sektörünün Büyüklüğü 100 Milyar TL'ye Ulaştı

Portföy Yönetimi Sektöründe ilk şirket 1997 yılında faaliyete geçmişti ve bugün sektör büyüklüğü 100 Milyar TL'ye ulaştı. TKYD hem bu gelişmeyi kutlamak, hem de Portföy Yönetimi Sektörünün ülkemiz ekonomisine ve sermaye piyasalarımıza sağladığı katma değeri vurgulamak için 8 Aralık'ta önemli bir etkinliğe ev sahipliği yaptı.



Sermaye Piyasası Kurulu'nun katkılarıyla, Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin (TKYD) düzenlediği Portföy Yönetimi Sektörünün 100 milyar TL'ye ulaşmasının ve Türkiye Ekonomisine katkısının vurgulandığı toplantı 8 Aralık tarihinde Grand Hyatt İstanbul'da gerçekleştirildi. Etkinliğe Başbakan Yardımcısı Mehmet Şimşek, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Başkanı Dr. Vahdettin Ertaş, Borsa İstanbul Genel Müdürü Tuncay Dinç, Takasbank Genel Müdürü Murat Ulus ile birlikte kamu ve özel sektörden üst düzey yöneticiler katıldı. Toplantının ilk konuşmasını yapan TKYD Başkanı Dr. Alp Keler,

sektörün son birkaç yıl içinde hızla büyüme göstermesine rağmen 100 Milyar TL büyüklük ile GSMH'nin %5.7 büyüklüğüne sahip olduğuna, oysa bazı gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yatırımcıların ülke GSMH'larına oranının en az %20'ler seviyesinde bulunduğu dikkat çekti.

Merkez Bankası Hanehalkı tasarrufları içerisinde emeklilik fonlarının aldığı %4.6, yatırım fonlarının aldığı %3.5 payın oldukça düşük olduğunu vurgulayan Keler, "Sektör olarak hedeflerimiz çok büyük. Gideceğimiz çok yol var. Eğer portföy yönetimi sektörü ve kurumsal yatırımcı tabanı hızla genişlemezse ekonomimizin büyümesi etkilenecektir," diye konuştu.

Ülke ekonomisinin orta gelir tuzağından çıkışının; gelişmiş ve derinleşmiş sermaye piyasalarına ve portföy yönetimi sektörüne bağlı olduğunun altını çizen Keler, İstanbul'un bölgesel bir finans merkezi olmasında portföy yönetimi sektörünün gelişmişlik düzeyinin rol oynadığını da ekledi. Keler, konuşmasının devamında sektöre ilgili tespitlerine yer verdikten sonra, sektörün öneri ve beklentilerini paylaştı.

22 yıllık borsa teknolojisi yenilendi

Borsa İstanbul Genel Müdürü Tuncay Dinç, Borsa İstanbul ve diğer paydaşlarıyla beraber sermaye piyasasını derinleştirmek ve İstanbul'u dünyanın sayılı finans merkezlerinden biri yapmak için çalışmalarına devam ettiklerini belirtti ve ekledi: "Uluslararası standartlarda bir Sermaye Piyasası Kanunu'muz var. Borsa İstanbul anonim bir şirkete ve tüm varlık sınıflarının işlem gördüğü bir finansal süpermarkete dönüştü. Yeni ürünler çıkartıyor, uluslararası borsa ve kuruluşlarla işbirlikleri gerçekleştiriyoruz," dedi.

Dünyanın en ileri borsa teknolojisinin Pay Piyasasında 30 Kasım 2015 tarihinde sorunsuz bir şekilde devreye alındığını belirten Dinç, "Yeni teknoloji sayesinde, eş yerleşim ve benzeri kanallarla artan erişim imkânları ise hem ulusal hem de uluslararası daha fazla kurumsal yatırımcıyı ülkemize ve piyasamıza çekecektir. 22 yıllık bir borsa teknolojisinin yenilenmesi, hiç kuşkusuz yeni fırsatlara da kapı aralayacaktır," diye konuştu.

Portföy yönetim sektörü uluslararası alanda rekabet edebilecek hukuki altyapıya kavuştu

SPK Başkanı Dr. Vahdettin Ertaş, ülkemizde bugüne kadar hiçbir kolektif yatırım kuruluşu yatırımcısının fiyat riski dışında bir riske maruz kalmadığını, hiçbir kolektif yatırım kuruluşunun iflas etmediğini ve kamudan yardım talebinde bulunmadığını vurgulayarak, gerek 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu gerek BES sistemindeki devlet katkısı, gerekse de artırılan finansal ürün çeşitliliği ile sektördeki büyümenin son yıllarda ivme kazandığını belirtti.

Yeni düzenlemelerle İstanbul Uluslararası Finans Merkezi projesi kapsamında kolektif yatırım kuruluşlarının ve portföy yönetim sektörünün, uluslararası alanda rekabet edebilecek hukuki altyapıya kavuşmalarının sağlandığını belirten Ertaş, "...Banka ve aracı kurumlar tarafından bir yan faaliyet olarak sürdürülen eski sistem sonlandırılmış, AB uygulamalarına uyumlu olarak yatırım fonlarının kuruculuğu portföy yönetim şirketlerine verilmiş, böylece sektöre yeni yerli ve küresel yatırımcıların girişinin önü açılmıştır," dedi.

Ertaş, 8,7 milyon yatırımcının 100 milyar TL'yi aşan birikimlerinin 45 milyar TL'sinin kamuya, 55 milyar TL'sinin de özel sektör firmaları tarafından çıkarılan tahvil, bono, sukuk, hisse senedi gibi alanlara yatırılarak şirketlere kaynak olarak aktarıldığını, bu suretle ülke büyümesine, tasarruf oranının artmasına, cari açığın azalmasına ve geleceğe daha güvenle bakılmasına katkı sağlandığını vurguladı.

Ertaş, "Özellikle farklı sukuk ihraçlarına imkân sağlayan düzenlemelerimiz, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi fon ve ortaklıkları gibi yeni araç ve enstrümanlar daha önce sermaye piyasalarımızla tanışmamış 100 binlerce vatandaşımızı BES ya da yatırım fonları aracılığı ile sermaye piyasalarımızla tanıştırmıştır," dedi.

Portföy yönetiminin uluslararası bilgi ve deneyim gerektiren bir meslek olduğuna dikkat çeken Ertaş, "Bu sektörü daha ileri taşıyabilmemiz için yetişmiş işgücü sayımızı artırmamız kaçınılmaz bir ihtiyaç olarak gözükmektedir. Bunun yanında yurt dışında yönetilen yerli ve küresel tasarrufların fon yönetim merkezi olarak İstanbul'a taşınması, portföy yönetim şirketlerimizin, uluslararası alanda rekabet edebilecek bir organizasyona, yurtdışında fon kurup yönetebilecek "know-how"a ve mesleki yeterliliğe sahip olmaları, sadece lokal tasarrufları değil küresel tasarrufları da yönetmeye hazır olmaları, İstanbul Finans Merkezi Projemizin gerçekleşmesi için de hayati öneme sahiptir," diye konuştu.

Toplantıda, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin (TSPB) öncülüğünde, Borsa İstanbul A.Ş., Takasbank A.Ş., Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) ve portföy yönetim şirketlerinin destekleriyle Türkiye Elektronik Fon Alım Satım (TEFAS) platformunun tanıtımına yönelik hazırlanan reklam filmi ilk kez seyirciyle buluştu. Etkinliğin sonunda TKYD tarafından belirlenen 14 adet ödül Başkan Yardımcısı Mehmet Şimşek ve Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Dr. Vahdettin Ertaş tarafından çe-

şitli kurum ve kişilere dağıtıldı.

- ▶ 2015 yılı En Büyük Yatırım Fonu Yöneticisi: İş Portföy
- ▶ 2015 yılı En Büyük Valörlü Yatırım Fonu Yöneticisi: Yapı Kredi Portföy
- ▶ 2015 yılı En Büyük Emeklilik Fonu Yöneticisi: Ak Portföy
- ▶ 2015 yılı En Büyük Uluslararası Türkiye Fonu Yöneticisi: HSBC Portföy
- ▶ 2015 yılı En Büyük "Özel Portföy Yönetimi" Yöneticisi: Ziraat Portföy
- ▶ Türkiye'nin İlk Portföy Yönetimi Şirketi: Garanti Portföy ve ING Portföy
- ▶ Son 5 Yılda En Fazla Büyüyen Yeni Kurulmuş Portföy Yönetim Şirketi Azimut Bosphorus Capital
- ▶ Portföy Yönetimi Sektörü 2015 yılı Onur Ödülü: Dr. Vahdettin Ertaş
- ▶ Portföy Yönetimi Sektörü 2015 yılı İnovasyon Ödülü: Takasbank (TEFAS)
- ▶ 2015 yılı Profesyonel Kamu Kurumsal Yatırımcı Ödülü: DASK
- ▶ 2015 yılı Dağıtım Kanalı Ödülü: Finans Yatırım ve Odeabank
- ▶ TEFAS'ta İşlem Yapan İlk Yatırımcı: Kuntay Köle

Portföy Yönetimi Sektörünün öneri ve beklentileri

TKYD Başkanı Dr. Alp Keler, 2016 yılına girerken sektörde dört ana trend gözlemlediklerini ifade ederek, bunları özetle;

- 1) Mevzuat kapsamlı olarak değişmekte ve küresel standartlara yaklaşmaktadır,
- 2) Sektörde klasik iş modelleri değişiyor,
- 3) Yatırımcı ihtiyaçlarını ve beklentilerini karşılayacak yeni ürünlerin sayısı hızla artıyor, yeni varlık sınıfları oluşuyor,
- 4) Bireysel Emeklilik Fonları hızlı büyüyor, Türkiye'de tasarruf ve yatırım alışkanlıkları hızla değişiyor,



adet şirket onay aldı. Önümüzdeki dönemde uluslararası yöntemler kullanarak, hakkaniyetli bir şekilde fon performanslarının ölçülmesi gündemimizde olacak,” dedi. Üçüncü başlık olarak “Vergi Politikaları” na değinen Keler, “Ülkemizde tasarrufu artıran ve kolektif yatırımı teşvik eden vergi politikalarının uygulanması kritik öneme sahiptir. Uygulanan vergi politikalarının şeffaf ve öngörülebilir olması, yatırımcılar açısından büyük önem taşımaktadır,” dedi.

Keler’in konuşmasında “Yatırım Danışmanlığı uygulamalarının genişletilmesi” konusu diğer bir ana başlığı oluşturdu. Varlık Dağılımı yönlendirmelerinin, bu konuda ihtisas sahibi Yatırım Danışmanları ve Portföy Yönetimi Şirketleri tarafından yapılmasının önemli olduğunun altını çizen Keler, “Yurtdışında birçok ülkede başarıyla yürütülen Bağımsız Yatırım Danışmanlığı modelinin Türkiye’de de uygulanabilmesi için bazı düzenlemeler

yapılması gerekmektedir. Geniş yelpazede, basit, net, kişiselleştirilmiş, ucuz yatırım danışmanlığı hizmetlerinin yatırım fonları ve özellikle emeklilik fonlarında ön plana çıkması beklenilmektedir,” dedi.

Diğer bir ana başlık “Kamu, Birikimli Hayat ve Vakıf/Sandık Varlıklarının profesyonel olarak yönetilme ihtiyacı” oldu. 11 Eylül 2013 tarihinde yayınlanan Kamu Haznedarlığı Genel Tebliği çerçevesinde, daha önce sermaye piyasalarına aktif olarak yatırım yapan bazı kurumların sermaye piyasalarından uzaklaşmış olduğunu hatırlatan Keler, “Bu kurumların varlıklarının profesyonel olarak çeşitli varlık sınıflarında yönetilmesi ekonomimize katma değer sağlayacaktır,” dedi. Birikimli hayat sigortaları yönetiminin halen ağırlıklı olarak sigorta şirketleri tarafından yapılmakta olduğuna dikkat çeken Keler, “Ancak sigorta şirketleri bu konuda

operasyonel, teknik ve personel açısından yeterli donanımına sahip bulunmamaktadır. PYŞ’lerle çalışılması teşvik edilmelidir,” dedi. Vakıf ve sandıkların fonlarının, profesyonel yatırımcılar tarafından yönetilmesinin verimlilik sağlayacağını kaydeden Keler, “Sektörümüzün önümüzdeki dönemde bu varlıkların yönetilmesi ile ilgili beklentisi bulunmaktadır,” diye konuştu. “Yatırım Fonlarının Yabancı Para cinsinden alım-satımının yapılabilmesi” Keler’in vurguladığı son başlıktı. İstanbul’un finans merkezi olması ile, Türkiye’de kurulacak yatırım fonlarına gerek bölgemiz gerekse bölgemiz dışından yabancı müşterilerin ilgisinin artmasının beklendiğine işaret eden Keler şöyle devam etti:

“Ayrıca bazı yabancı portföy yönetim şirketlerinin Türkiye’de kuracakları ve yönetecekleri fonlar ile bölge yatırımcılarını hedeflemeleri mümkün olacaktır. Bu durumda yabancı müşteriler için yatırım fonlarının fiyatlarının diğer küresel fon merkezlerinde olduğu gibi farklı para birimleri cinsinden takip edilebilmesi önem kazanacaktır. Türkiye’de yatırım fonları TL cinsi fiyat açıkladığı için ağırlıklı TL yatırımcısı müşterilere hitap eden fon ürünleri talep görmektedir. Tasarruflarını döviz cinsi enstrümanlarda değerlendiren yatırımcılar için döviz cinsi fiyat açıklayan ve vergilendirme esaslı döviz bazında işleyen yatırım fonlarına ihtiyaç bulunmaktadır. Sektör bu müşterilere yönelik ürün sunmamaktadır.”

Keler, sektörün yatırımcı güveni ve kurumsallaşma üzerine inşa edilmesi gerektiğini belirterek sözlerini bitirdi.



KOKTEYL - TKYD, 22 Aralık 2015 Salı akşamı Şans Restaurant'ta gerçekleştirilen Yeni Yıl Kokteyli'nde üyelerini ve konukları ağırladı.



Bonds, Loans & Sukuk Turkey

TKYD, 11-12 Kasım tarihlerinde İstanbul'da düzenlenen Bonds, Loans & Sukuk Turkey uluslararası konferansına Supporting Association olarak destek verdi. İki gün boyunca 550'nin üzerinde katılımcının ilgi gösterdiği konferansın açılışında konuşan Ashmore Araştırma Direktörü Jan Dehn, dünyada 2016 için geçerli olacak makro trendler, fırsatlar ve zorluklardan bahsederek, Türkiye'nin küresel ekonomideki rolü üzerinde durdu. TCMB Başkan Yardımcısı Murat Çetinkaya, Merkez Bankası'nın gelecekteki para politikasını anlattı. Ardından Sermaye Piyasası Kurulu Başkan Yardımcısı Tevfik Kınık, Türk sermaye piyasalarında gelecek aylarda likiditeyi artırması beklenen yeni düzenlemeler, ürünler ve girişimleri katılımcılarla paylaştı.

Düzenlenen panellerde tartışılan başlıklar arasında, "Türkiye'nin yatırımcı algısı Kasım 2014'ten bu yana yaşanan ekonomik, finansal ve siyasi değişimleri göz önüne alarak nasıl değişti?", "Faiz artışları, lira devalüasyonu, düşen petrol fiyatları: Bu değişken şartlarda önde gelen şirketlerin finansman stratejileri nedir?" "Foreks ve faiz oranı riski nasıl yönetilecek?", "Özel Sektör Tahvil vs Özel Sektör Kira Sertifikası", "Hybrid sermaye: Basel III uygulamasının finans kurumlarının finansman stratejilerine etkisi ne ölçüdedir?" yer aldı.



**Bonds, Loans & Sukuk
TURKEY**
19th & 20th November 2015 - Shangri-La Regency, Istanbul

Turkey's largest capital markets event

553 Attendees

94% Director level and above

60% Corporate & FI Issuers & Borrowers & Investors

“ Best attended event I've ever seen on the financial market... ”
Julia Podjapolskaja, ING Bank N.V.

































POST EVENT REPORT
www.bondloanand Sukuk.com

10 EKONOMİST'TEN 2016 YILI İÇİN TÜRKİYE TAHMİNİ

ABD Merkezi Bankası'nın faiz artış sürecinin başlaması ile küresel likidite koşullarının zorlaşmasının beklendiği bir yıla girilirken, ekonomistlere göre Türk Lirası 2015 yılı kadar bir değer kaybı riski ile karşı karşıya değil. Makro veriler açısından, enflasyonun petrol ve emtia fiyatlarındaki gerilemenin mevcut durumda olumlu etkisi altında olduğu ortak görüşüne karşın, asgari ücret artışının etkisine yönelik farklı beklentiler var.



Mustafa Demirel
Ak Portföy

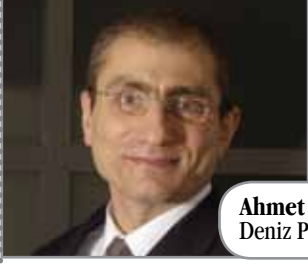
“Kamu maliyesi ekonomik aktiviteyi destekleyici bir konumda bulursa da küresel faktörler nedeniyle finansal koşulların sıkı kalmaya devam ettiği; TL'nin toparlanmakta, faizlerin ise gerilemekte zorlandığı bir atmosfere hazırlıklı olmakta fayda var.”

Yurt içi koşulların 2016'da Türkiye ekonomisi ve finansal piyasalar için, geçtiğimiz yıl kadar zorlayıcı olmadığını söyleyebiliriz. Önemli bir kısmı seçim atmosferi ve siyasi belirsizlik ortamında geçen bir yılın ardından, 2016'da herhangi bir seçim bulunmuyor olması ekonomik aktivite açısından ilk etapta olumlu... Ayrıca önemli gündem maddelerinden biri olan asgari ücret artışı 2016 büyüme rakamları için pozitif katkı sunabilir. Öte yandan, küresel konjonktür, büyüme dinamikleri ve ülkemize yönelik sermaye akımları açısından 2016'nın çok kolay bir yıl olmayacağına işaret ediyor. ABD'de Fed'in yaklaşık 10 yılın ardından faiz artırımı sürecine yönelmesi, küresel sermayenin likidite bolluğuna bağlı alışkanlıklarını değiştirmelerine neden oldu. Geleşmekte olan ülkelerin büyüme farklarının da azalıyor olmasıyla, Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye akımlarının hayli sınırlı kalacağını söyleyebiliriz. Ayrıca, Çin'de yavaşlama ve emtia fiyatlarında sert düşüş nedeniyle küresel ekonominin karşı karşıya olduğu riskler özellikle ilgili bölgelerde iflas endişelerini gündeme taşırken tüm dünyada risk primlerinin yükseldiği; varlık sınıflarından talep edilen getirinin arttığı bir ortamı tetikliyor. Özetle, kamu maliyesi ekonomik aktiviteyi destekleyici bir konumda bulursa da küresel faktörler nedeniyle finansal koşulların sıkı kalmaya devam ettiği; TL'nin toparlanmakta, faizlerin ise gerilemekte zorlandığı bir atmosfere hazırlıklı olmakta fayda var.

2016 tahminleri	GSYH Büyüme %	\$/TL*	€/TL*	TÜFE**	Cari açık (Milyar\$)
Mustafa Demirel/Ak Portföy	3	3,09	3,27	8,5	39
A.Levent Alkan/Deniz Portföy	3	3,2	3,36	7,5	43
Murat İnce/Finans Portföy	3,5	3	3,16	8,3	35
Gizem Öztok Altınsaç/Garanti Yatırım	3,5	3,25	3,48	8,5	27
Üzeyir Doğan/Gedik Yatırım	3,35	3,12	3,25	7,75	32
Banu Kıvıncı Tokalı/Halk Yatırım	3,2	3,02	3,17	8,5	32
İbrahim Aksoy/HSBC Portföy	3,5	3,03	3,48	8,7	33
Nilüfer Sezgin/İş Portföy	3,3	3,02	3,25	8,3	38,1
Pınar Uğuroğlu/TEB Portföy	2	3,12	3,18	7,8	30,4
Ozan Gökler/Yapı Kredi Portföy	2,5	2,946	3,155	7	39
ORTALAMA	3,09	3,08	3,27	8,09	34,85

* Ortalama _ **Yılısonu

Kurumlar alfabetik olarak sıralanmıştır.



Ahmet Levent Alkan
Deniz Portföy

“ Sıcak paranın kaynağı kuruya kadar Türkiye ekonomisinde yurtdışı tüketime sırtını dayamış bir büyüme etkisi hakimdir. ”

Sıcak paranın kaynağı kuruya kadar Türkiye ekonomisinde yurtdışı tüketime sırtını dayamış bir büyüme etkisi hakimdir. FED'in Mayıs 2013 faiz artış çıkışı ABD'nin normalleşme sürecinde bir milat olmuştur. Ve tabii, gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için gerçeklerle yüzleşme safhası... İlki 2007 küresel sistemik krizinde, ikincisi 2013'deki Bernanke'nin faiz artış açıklamasıyla gelen dönüşüm 2016 yılında sürecektir. Gelişmekte olan ülkeler, krizin üçüncü safhasını yaşarken jeopolitik, siyasi ve ekonomik her adım bizim için çok daha önemli olacak.



Murat İnce
Finans Portföy

“ Rusya'nın uyguladığı ticari yaptırımlar işlenmemiş gıda fiyatları kaynaklı olarak enflasyon üzerinde aşağı yönlü etki yaratırken, asgari ücret artışının enflasyonu artırıcı etki yapacağını tahmin ediyoruz. ”

2016'da asgari ücret artışının da etkisiyle yurtdışı talep koşullarının güçlü seyrini sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Rusya ile ticaretin azalması ihracatı kısmen olumsuz etkilese de, Avrupa'da devam eden toparlanmanın büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. GSYH'nin 2016 yılında %3,5 büyümesini öngörüyoruz. Cari işlemler dengesinde iyileşmenin devam edeceğini düşünüyoruz. Petrol fiyatlarının ortalama 50 dolar civarında olması varsayımıyla, cari açığın 35 milyar dolar seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Petrol fiyatlarının mevcut seviyelerde kalması halinde, cari açık daha düşük seviyelerde oluşabilir. Rusya'nın uyguladığı ticari yaptırımlar işlenmemiş gıda fiyatları kaynaklı olarak enflasyon üzerinde aşağı yönlü etki yaratırken, asgari ücret artışının enflasyonu artırıcı etki yapacağını tahmin ediyoruz. Mevcut durumda TÜFE'nin 2016'da yıllık bazda %8,3 civarında artmasını bekliyoruz. Döviz kurlarına bakıldığında ise TL'nin değersiz görüldüğünü söyleyebiliriz. Enerji fiyatlarındaki düşüş eğilimi TL'yi destekleyebilir, ancak jeopolitik riskler ve TCMB Başkanı'nın değişimi ile birlikte Banka'nın bağımsızlığına dair endişeler dönem dönem TL'de değer kayıplarına neden olabilir. Gelecek yıl ortalama olarak USD/TL'nin 3.00, EUR/TL'nin ise 3.16 civarında seyretmesini öngörüyoruz.



Gizem Öztok Altınbaş
Garanti Yatırım

“ Uzun vadede bir anayasa değişikliği ve referandum olasılığı olsa da kısa vadede politikaya dair ajandanın hafiflemesi hem piyasalar hem de makroekonomi açısından olumlu. Bundan sonraki süreçte gözler ekonomiye dair atılacak olan adımlarda olacaktır. ”

Türkiye son 2,5 yıldır içinde bulunduğu seçim döngüsünü 1 Kasım seçimleri ardından tek parti hükümetinin devam edecek olmasıyla tamamlamış gözüküyor. Uzun vadede bir anayasa değişikliği ve referandum olasılığı olsa da kısa vadede politikaya dair ajandanın hafiflemesi hem piyasalar hem de makroekonomi açısından olumlu. Bundan sonraki süreçte gözler ekonomiye dair atılacak olan adımlarda olacaktır. 2016 yılında da 2015'e kıyasla temel makro hikaye değişmiyor olacak. Güçlü yanlarımız kamu bilançosu ve banka bilançosu olurken, zayıf taraf enflasyon ve büyüme olmaya devam edecek. Hem enflasyonda hem de büyümede yapısal bir bozulma olduğunu görüyoruz. Bu da reform ihtiyacını zorunlu kılmakta. Özellikle, verimlilik oranlarının zayıf seyri ve sermayeye dayalı büyüme modelimiz sürdürülebilir gözüküyor. Dış finansman tarafında ise avantajlı durumdayız. Düşük petrol fiyatları ve iç talebin çok güçlü olmaması daha düşük finansman ihtiyacına işaret ediyor. Dış kırılabilirlik rasyolarımız da 2014 sonuna kıyasla bir miktar daha iyi. Özel sektörün yüksek kaldıraç oranlarının ve döviz pozisyonunun uzun vadede olumsuz olduğunu düşünsek de kısa vadede burada piyasaları rahatsız edecek bir risk bulunmuyor. 2016 yılında, 2015'e kıyasla, özellikle politik belirsizliğin ortadan kalkmasıyla sermaye girişinin daha destekleyici olmasını bekliyoruz. Yine de öncelikle izlediğimiz global piyasalar olacaktır. Gelişen ülkelerdeki yavaşlama, Türkiye'yi de etkileyebilir.

2016'da TÜRKİYE EKONOMİSİ



Üzeyir Doğan,
Gedik Yatırım

“2012 sonrası başlayan dönüşümle istikrarlı ancak düşük büyüme sürecine giren Türkiye’de büyümenin, küresel konjonktürden ayrışacak bir yüksek hızlı büyüme trendine girmesini beklemiyoruz. 2016’nın makro veriler tarafında 2015’in “bir tık” ilerisinde olarak niteleyebileceğimiz bir yıl olmasını bekliyoruz.”

2015 yılında iki genel seçimi geride bırakan Türkiye için bu seçimlerin ardından yapısal reformların yapılmasını sağlayabilecek bir meclis aritmetiğinin oluşmuş olması önemli bir katalizör. Bu durum bir fırsat olarak değerlendirilebilir ve 2015 yılında tavan yapan siyasi risk faktörü düşük seviyelere kalıcı olarak çekilebilirse bekle gör konumunda olan iş dünyası ayağını yeniden gaza koyabilir. Bu ortam sağlanabilirse, 2015 yılında büyümeye çok sınırlı bir katkısı olan yatırımların da büyüme performansına önemli bir katkı vermeye başladığını görmemiz mümkün. Bu kapsamda açıklanan ve açıklanması beklenen yapısal reformların uygulamaya geçirilmesi, büyüme ve dış sermaye akımlarına önemli katkılar yapabilir. Diğer taraftan, en büyük ihracat pazarımız olan Avrupa ekonomisinde gözlenen toparlanma eğiliminin de makro verilere pozitif katkısı artacaktır. Tüm bu pozitif beklentilere karşın, yavaş büyüyen bir dünya ve bu yavaş büyümenin bize etkisi, Fed’in faiz artış sürecinin getireceği ek yükler ve son dönemde kronik hale gelen jeopolitik ve iç güvenlikle ilgili riskler de negatif tarafta izlenmesi ve hafife alınmaması gereken önemli başlıklar. Tüm bu çerçevede özellikle jeopolitik risklerde çok önemli bir kınılma yaşanmaz ise Türkiye’nin 2015’ten daha kötü bir yıl geçmesi için bir neden görmüyoruz. Buna karşın 2012 sonrası başlayan dönüşümle istikrarlı ancak düşük büyüme sürecine giren Türkiye’de büyümenin, küresel konjonktürden ayrışacak bir yüksek hızlı büyüme trendine girmesini de beklemiyoruz. Özetle 2016’nın makro veriler tarafında 2015’in “bir tık” ilerisinde olarak niteleyebileceğimiz bir yıl olmasını bekliyoruz.



Banu Kıvıncı Tokalı,
Halk Yatırım

“2016 yılına ait öngörülerimizi oluştururken, küresel olarak, ana hatlarıyla bu yıldan çok da farklı olmayan, sadece normalleşme süreci açısından göreceli olarak daha belirginleştiğini düşündüğümüz bir çerçeveye baz alıyoruz.”

2015 küresel öngörülerimizi ‘Daha yavaş büyüyen dünya’ ve ‘Yüksek volatilité’ başlıkları altında özetlemiş; iç dinamiklere ait öngörülerimizi ise ‘Daha yavaş büyüyen dünyada iç dengelenmenin de farklı olabileceği’ görüşü altında oluşturmuştuk. 2016 yılına ait öngörülerimizi oluştururken de, küresel olarak, ana hatlarıyla bu yıldan çok da farklı olmayan, sadece normalleşme süreci açısından göreceli olarak daha belirginleştiğini düşündüğümüz bir çerçeveye baz alıyoruz.

Küresel çerçevenin ana temalarını da; normalleşme sürecinin bu defa resmi olarak ne zaman başlayacağı değil de, ne hızla devam edeceğine yönelik sorgulamayla devam edecek olması; dolayısıyla, ‘yüksek volatilité’ ortamının yine geçerli olması, belki normalleşmenin başlamış olmasından dolayı, boyutu ve frekansının azalabilecek olması; ancak, bunun karşısında da önemli risk unsurlarının bulunmaya devam etmesi; son olarak da, emtia fiyatlarının, büyüme belirsizlikleri ve farklılıklar ile farklı para politikası duruşları karşısında dalgalanmalar göstermeye devam etmesi, ancak Çin başta olmak üzere zayıf küresel talep nedeniyle aşağı yönlü baskıların daha fazla hissedilecek olması şeklinde belirlemek mümkün.

Ortaya çıkan bu küresel görünüm altında iç dengeler için de, potansiyelin altında ancak daha yavaş büyüyen dünya ekonomisinde büyüme cazibesini devam ettirebilen; enflasyonda risklerin daha fazla konuşulacağı, yüksek tek haneli seviyelerde kalacağı; cari açık seviyesinin rahatlatıcı seviyelerde kalacağı ancak açık finansmanın ülke görünümü açısından yakından takip edilmeye devam edeceği; dış şoklara karşı kınlanlıkların azalmasında oldukça kritik rolünün olduğunu düşündüğümüz güçlü bütçe dengelerinin korunduğu; hem politik belirsizliğin ortadan kalkmış olması hem de emtia ithalatçısı olarak, küresel normalleşmenin GOÜ üzerinde yarattığı baskı karşısında daha güçlü durabilen bir görünüm çiziyoruz.



İbrahim Aksoy,
HSBC Portföy

“Rusya’yla yaşanan gerginlik nedeniyle sebze ve meyve fiyatlarındaki olası düşüşün henüz görülmemesi ve net asgari ücrete yapılan zammın 1 puan civarında hesapladığımız etkisi, enflasyonun 2016 sonunda %8.7 seviyesinde gerçekleşebileceğine işaret ediyor.”

Aralık’ta 2004 sonrası en düşük seviyelere gerileyen petrol fiyatları 2016’da cari açığın 2015 seviyelerinde kalmasını sağlayacak gibi görünüyor. Petrol fiyatının ortalamada 37 Usd’de gerçekleşeceği varsayımı ile cari açığı 33 milyar Usd (GSYİH’nin %4.5’i) seviyesinde tahmin ediyoruz. Rusya’yla yaşanan gerginlik nedeniyle sebze ve meyve fiyatlarındaki olası düşüşün henüz görülmemesi ve net asgari ücrete yapılan zammın 1 puan civarında hesapladığımız etkisi, enflasyonun 2016 sonunda %8.7 seviyesinde gerçekleşebileceğine işaret ediyor. Özel tüketimin 2015 yılının ilk yarısında oldukça kuvvetli seyretmesinin yarattığı olumsuz baz etkisi 2016’da asgari ücrete yapılan artış tarafından dengelenecek gibi görünüyor. 2016 yılı için %3.5 seviyesinde bir büyüme rakamı tahmin ediyoruz. Fed’in faiz artışlarına başlamasının belirsizliği azaltması, kademeli faiz artışı yapacağını vurgulaması ve geline zayıf seviyelerin bu sene 2015’e göre daha iyi bir yıl geçirebileceğine işaret ediyor. Piyasada Merkez Bankası’nın bağımsızlığına dair algı ve jeopolitik durum, lira için en önemli risk unsurları olarak görünüyor.



Nilifer Sezgin,
İş Portföy

“ Petrol fiyatlarının mevcut düşük seyri enflasyon ve cari açık tahminimiz açısından olumlu bir risk oluşturmaktadır. Beklentimiz iç talepteki artış, Rusya ile turizm ve bavul ticareti gibi ilişkilerde zayıflama ile petrol fiyatındaki artış sebebiyle cari açığın 2016'da yükselmesi yönündedir. ”

2012'den beri ortalama yıllık %3 civarında büyüyen Türkiye ekonomisinde 2016 yılında %3,3 büyüme bekliyoruz. Siyasi belirsizliklerin azalması iç talebi desteklerken, ihracatın Avrupa'daki toparlanma sayesinde hızlanabileceğini düşünüyoruz. Ancak, bu performans yine de Türkiye standartları için düşük kabul edilebilecek bir seviyedir. Enflasyon ise enerji fiyatlarındaki ayarlamalar ile asgari ücret zammı sebebiyle 2016'da yüksek seyrini koruyabilir. Tahminlerimiz, petrol fiyatının 2016'da ortalama 53 dolar olduğu bir senaryoyu temel alıyor. Petrol fiyatlarının mevcut düşük seyri enflasyon ve cari açık tahminimiz açısından olumlu bir risk oluşturmaktadır. Beklentimiz iç talepteki artış, Rusya ile turizm ve bavul ticareti gibi ilişkilerde zayıflama ile petrol fiyatındaki artış sebebiyle cari açığın 2016'da yükselmesi yönündedir. Gelişen ülkelere sermaye girişlerinde ilave yavaşlama beklemediğimiz ve yurtdışı görünüm açısından da kötümser olmadığımız için cari açığın finansmanında bir zorluk öngörmüyoruz. Fed'in faiz artırımı süreci Türk Lirası'nda değer kaybı baskısı oluşturabilir, ancak 2015 yılında reel bazda TL'nin geldiği seviyeler, ilave değer kayıpları için sınırlı bir alan olduğunu düşündürüyor. Biz de bu çerçevede sene sonu için 3,15 dolar/TL paritesi öngörüyoruz. Türkiye'nin dış finansman ihtiyacı hala oldukça yüksek ve küresel risk iştahını olumsuz etkileyecek her türlü gelişme ya da yurtdışındaki politikalara ilişkin belirsizlikler kurdaki yükselişi artırabilir.



Pınar Uğuroğlu
TEB Portföy

“ 2016 yılına ilişkin enflasyon beklentilerinin şu anda kötümser olduğunu gözlemliyoruz; bu durumda tahvil piyasasında fiyatlamalar gerçekçi düşünülebilir ve gıda ya da enerji fiyatları nedeniyle enflasyonda beklentilerden aşağı yönlü sapma olursa bu piyasaları olumlu etkileyebilir. ”

Türkiye'nin 2016 yılında makro-ekonomik kırılganlık olarak, 2015 kadar dalgalı bir yıl geçirmesini beklemiyoruz. Cari açığa özellikle yılın ikinci yarısından itibaren görülen gözle görülür iyileşme ve petrol fiyatlarının 40 doların altında seyretmesi bizi cari açık'ın 2016 performansı konusunda umutlandırıyor. 2016 yılına ilişkin enflasyon beklentilerinin şu anda kötümser olduğunu gözlemliyoruz; bu durumda tahvil piyasasında fiyatlamalar gerçekçi düşünülebilir ve gıda ya da enerji fiyatları nedeniyle enflasyonda beklentilerden aşağı yönlü sapma olursa bu piyasaları olumlu etkileyebilir. Bütçe açığı konusunda hükümetin yıllardır sürdürdüğü disiplini koruyacağını düşünmekle birlikte, seçim vaatlerinin gerçekleştirilmesi bütçe açığında bir miktar artışa neden olabilecek olsa da benzer gelişmekte olan ülke rakamlarıyla karşılaştırıldığında oldukça mütevazı kalacaktır. Sonuç olarak, 2016 yılı için piyasalar konusunda temkinli iyimser bir duruşumuz var; bankacılık endeksi getirisinde dolar bazında FED'in piyasaları ilk sarstığı Mayıs 2013'den bu tarafa en kötü performans gösteren piyasamız; durgunluk ve yapıtlım altında olan Rusya'yı bile geride bıraktık. Nominal faiz getirisinde Brezilya'nın ardından ikinciyiz, dünyada 10% üzerinde faiz veren bir üçüncü ülke yok, ne yazık ki. TL'nin dolar karşısındaki değeri ise bu sene %21 geriledi; geçmiş devalüasyon episodlarıyla uyumlu bu gerilemenin 2016'da en azından aynı büyüklükte tekrarlanmasını beklemiyoruz. Bütün bunlar bize risklerin kısmen de olsa fiyatlandığını ve gelişmekte olan ülkelere fon akışının 2015 yılındaki kadar kötü olmaması halinde ise piyasalarda bir toparlanma yaşanabileceğini gösteriyor.



Ozan Gökler
Yapı Kredi Portföy

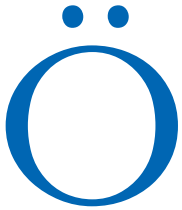
“ ABD'de yayınlanan büyüme, enflasyon ve öncü göstergelere baktığımızda, FED'in bundan sonraki hamlelerinin çok agresif olmayacağını anlıyoruz. En azından 2004-2006 dönemine benzer yoğun bir faiz artışı beklemiyoruz. ”

Uzun bir zamandır süregelen FED faiz artış beklentisi nihayet gerçekleşti. FED hedef faiz aralığı 0.25%-0.50% oldu. ABD'de yayınlanan büyüme, enflasyon ve öncü göstergelere baktığımızda, FED'in bundan sonraki hamlelerinin çok agresif olmayacağını anlıyoruz. En azından 2004-2006 dönemine benzer yoğun bir faiz artışı beklemiyoruz. Bu nedenle faiz artışı beklentisinin karşılanması ile belirsizliğin sona ermesi olumlu bir durum. Yurtdışına baktığımızda da gerek büyüme verileri, gerekse güven endeksleri ve ciro verileri gibi göstergeler 2015 yılı içinde geldiği dip noktalardan yukarı yönlü hareket yapmaya başlamış görünüyor. Bu verilerde tatmin edici ve kalıcı iyileşmeler görüldüğü noktada, büyüme beklentilerinin de iyileşeceğini tahmin ediyoruz. Enflasyon tarafında ise petrol ve emtia fiyatlarındaki gerileme şimdilik yardımcı olurken, ücret artışlarının yaratacağı etki henüz belirsiz. TL'nin de aşırı değer kaybetme periyodunun sonuna geldiğini düşünüyoruz.

Borsa İstanbul, borsası olan bir teknoloji şirketi olma yolunda

Borsa İstanbul'un BISTECH olarak adlandırdığı "Teknoloji ile Dönüşüm Programı"nın ilk fazı olan Pay Piyasası İşlem Sistemi, takas sistemiyle gözetim ve risk yönetim sistemleri gibi tüm çevresel sistemler, 30 Kasım 2015 tarihinde devreye alındı.

Devamı olan ikinci fazda ise Vadeli İşlem ve Opsiyon, Borçlanma Araçları, Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasaları işlem sistemleri hayata geçirilerek, şu anda tamamen ayrı sistemler üzerinde işlem gören tüm piyasalar tek ve ortak bir platformda işlem görmeye başlayacak. BISTECH dönüşüm programını Borsa İstanbul Genel Müdür Yardımcısı Adnan Metin ile görüştük.



Öncelikle Borsa İstanbul'un dönüşüm hikayesinin özetini anlatabilir misiniz?

Borsa İstanbul, 2012 yılında İstanbul'un finans merkezi olması vizyonu ile ilgili olarak Türkiye sermaye piyasalarının uluslararası arenada da etkinleşmesi için kapsamlı bir dönüşüm hamlesi başlattı. Bu sürecin çok sayıda kilometre taşı bulunuyor. Türkiye'deki borsaların birleştirilmesi bunların ilkiydi. Borsa İstanbul Anonim Şirketi kurularak İMKB, VOBAŞ ve İstanbul Altın



Adnan Metin
Genel Müdür Yardımcısı
Borsa İstanbul



Borsası bu şirket altında birleştirildi. Daha sonra stratejik ortaklıklarla uluslararası sermaye piyasalarının güvenini kazanmayı hedefledi. Bu kapsamda Nasdaq ile stratejik ortaklık gerçekleştirdi. Yakın bir zamanda da EBRD ile de yapılan stratejik ortaklıkların, uygun fırsatlar oluşursa, bundan sonra da devamı bekleniyor. Bu arada 2013 yılında, uluslararası sermayenin ülkemize akışını

kolaylaştıracak FIX uygulamasını devreye aldık. Daha önce emir iletimi teknolojimiz kendi iç kaynaklarımızla geliştirdiğimiz lokal bir teknolojiydi. Emir iletimi sırasında ölçek ile ilgili sıkıntılarımız oluyordu, belli ölçeği aştıktan sonra emirler kesintiye uğramak zorunda kalabiliyordu. FIX ile beraber emirlerin kuyruğa girmesi sağlanarak, verilen emirlerin tekrar tekrar gönderilmesi zorunluluğunu ortadan kaldırdık. Bu aynı zamanda tüm dünyada da kullanılan bir standart olduğu için, uluslararası yatırımcıların Borsa İstanbul'a girişi standart bir zemine oturtuldu. Bir taraftan borsaları birleştirdik, Borsa İstanbul'u anonim şirkete dönüştürdük, stratejik iş ortaklıkları yaptık, bir taraftan da teknolojik dönüşüm ile ilgili hamleyi başlattık. BISTECH olarak adlandırdığımız bu hamle sadece teknolojinin değil, iş modellerinin de dönüştürüldüğü bir hamle idi. Nasdaq ile kapsamlı bir sözleşmemiz oldu. Projemizin ilk adımını Pay Piyasası'nda 30 Kasım itibarıyla devreye aldık. İkinci fazında Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası'nı 2016 yılı içinde, Borçlanma Araçları Piyasası ve Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasası'nı ise hemen akabinde devreye almayı planlıyoruz.

Nasdaq ile yaptığımız sözleşme, Nasdaq'ın dünyada örneğinin olmadığını belirttiği bir sözleşme. Sadece Nasdaq'ın dünyanın farklı ülkelerinde geliştirdiği teknolojiyi satın almadık, bunun yanı sıra Nasdaq'ın Sydney, Stockholm ve Denver'den satın almaları portföyüne kattığı ürünleri de aldık. Dünyada ilk defa bu kadar çok sayıda ürünü tek seferde canlı

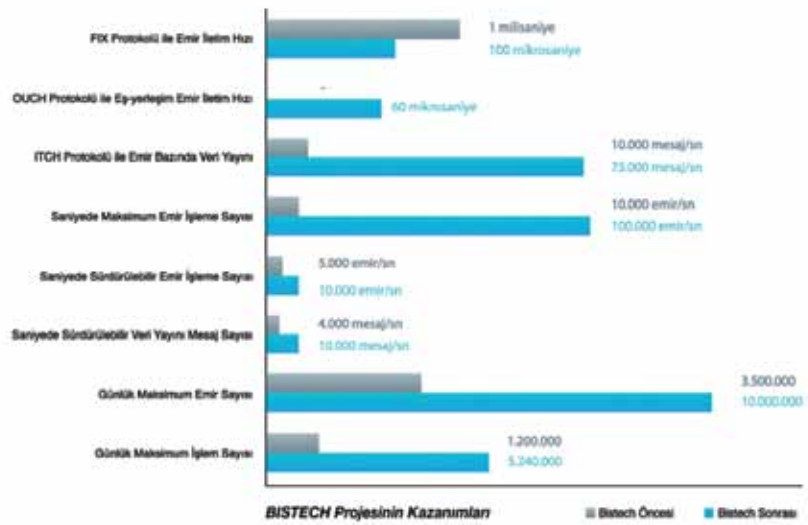
“Dünya borsalarının teknoloji olgunluklarının üzerinde bir yerde olduğumuzun altını çizelim. Bu olgunluğun uluslararası sermayenin Türkiye akışını kolaylaştıracağını umut ediyoruz. Bu, Türkiye'nin İstanbul Finans Merkezi vizyonu ile ilgili gerek şartlardan bir tanesiydi.”

kullanıma alabilen borsa, Borsa İstanbul'dur. Bu proje ile beraber tüm altyapının uçtan uca yenilediği, bunun üzerinde çalışan tüm yazılımların da benzer şekilde yenilediği bir dönüşüm yaşandı. Bu projede sadece Borsa İstanbul yer almadı. Bu proje, Borsa İstanbul'un merkezinde olduğu ama Takasbank'ın, Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun ve 100'e yakın aracı kurumun, veri yayın kuruluşlarının ve Nasdaq'ın olduğu 500 kişiyi aşan çalışanın eş zamanlı olarak yer aldığı büyük bir dönüşüm projesi oldu.

Dolayısıyla efor perspektifinden bakarsak da, Türkiye'de ve dünyada çok örneği olmayan bir proje olma özelliği taşıyor.

Altyapı böyle büyük bir dönüşüme hazır mıydı?

Borsa İstanbul sadece projenin kullanıcısı olma iddiasında değildi. Bu teknoloji ile elde edeceği tecrübe sayesinde herhangi bir tedarikçiye bağımlı kalmadan yönetebilme ve daha sonra da bu birikimi ticarileştirme vizyonuyla yola çıktı. Bu çerçevede de 50'ye yakın



“Borsa İstanbul sadece projenin kullanıcısı olma iddiasında değildi. Bu teknoloji ile elde edeceği tecrübe sayesinde herhangi bir tedarikçiye bağımlı kalmadan yönetebilme ve daha sonra da bu birikimi ticarileştirme vizyonuyla yola çıktı.”

arkadaşımızı Sydney, Stockholm ve Denver'da hem projeye katkı sağlasınlar, hem bilgi transferini yapınlar diye görevlendirdik. Kaynak koduna sahip olduğumuz bu teknolojinin, bakımını ve üzerindeki değişiklikleri de yapacak şekilde donanımlı hale geldiler. Bu Nasdaq'ın da dünyada ilk defa denediği bir model. Nasdaq ile işbirliğinin başka bir yönüne de bakmak lazım. Bu ürünü ve etrafında geliştirdiğimiz çözümleri yaklaşık 25 tane ülkede ayrıcalıklı olarak satma hakkını da sözleşme ile almış olduk.

Yerel piyasa büyüklüğümüzü dikkate alınca lüks gibi görünen böylesine büyük bir teknolojik dönüşümle asıl hedeflenen nedir?

Dünya borsalarının teknolo-

BISTECH Projesinin Kazanımları (Pay Piyasası ile Karşılaştırma)

Yatırım Aracı	BISTECH Öncesi	BISTECH Sonrası
FIX Protokolü ile Emir İletim Hızı	1 milisaniye	100 mikrosaniye
OUCH Protokolü ile Eş-yerleşim Emir İletim Hızı	-	60 mikrosaniye
ITCH Protokolü ile Emir Bazında Veri Yayını	10.000 mesaj/sn	75.000 mesaj/sn
Saniyede Maksimum Emir İşleme Sayısı	10.000 emir/sn	100.000 emir/sn
Saniyede Sürdürülebilir Emir İşleme Sayısı	5.000 emir/sn	10.000 emir/sn
Saniyede Sürdürülebilir Veri Yayını Mesaj Sayısı	4.000 mesaj/sn	10.000 mesaj/sn
Günlük Maksimum Emir Sayısı	3.500.000	10.000.000
Günlük Maksimum İşlem Sayısı	1.200.000	5.240.000
Piyasalar için Platform Bilgisi	Her piyasa için ayrı sistem	Tek platformda 4 piyasa
Kullanıcı Emir Limiti Mekanizması	Limiti aşan emirler reddedilir	Limiti aşan emirler kuyruğa alınır
Satış Hakkı	-	25 ülkeye satış hakkı

ji olgunluklarının üzerinde bir yerde olduğumuzun altını çizelim. Bu olgunluğun uluslararası sermayenin Türkiye akışını kolaylaştıracağını umut ediyoruz. Bu, Türkiye'nin İstanbul Finans Merkezi vizyonu ile ilgili gerek şartlardan bir tanesiydi. Dolayısıyla bu teknolojinin lüks bir teknoloji olduğunu söylemek doğru değil. Ama tabii ki bu teknoloji, üzerinde daha rahat hareket edebileceğimiz bir baz oluşturmaktadır.

Dönüşüm niçin Pay Piyasası ile başladı?

Pay Piyasası'nın üzerinde koştuğu altyapı yaklaşık 22 yıllık bir altyapı. O altyapının hem teknoloji hem de yazılım bacağına yenilenmesi zorunluluğumuz vardı. Böylece biz hem donanım parkını yenileme fırsatı yakaladık, hem de donanım üzerinde koşan yazılım teknolojisini değiştirme ve yenileme fırsatımız oldu. Bu vesileyle Pay Piyasası uygulaması üzerinde daha hızlı, daha çevik ekleme

çıkarmalar yapabilme, yeni ürün ve hizmetler sunabilme şansımız olacak. Vadeli İşlemler ve Borçlanma Araçları Piyasaları da önümüzdeki bir yıl içinde ajandamızda. Sorunuza şöyle bir cevap vermek de mümkün. Pay piyasası ve piyasanın çevresel ürünleri, borsanın omurgasını oluşturuyor. O omurgayı sağlam oturttuktan sonra, etrafındaki ürün ve çözümleri daha da sağlıklı şekilde devreye almamız daha kolay olacak.

Kurumlar kolay adapte olabildi mi? Nasıl bir süreç geçirdiler?

Bu proje, Borsa İstanbul'un merkezinde olduğu ama tüm ekosistemin birlikte yürüttüğü bir dönüşüm projesiydi. Başından itibaren aracı kurumlar, yazılım şirketleri ve veri yayın kuruluşlarını bir iş ortağı gibi resmin içerisinde tutmayı hedefledik, bu kurumlarımızın yöneticileri de yapıcı şekilde katkı sağladılar. Onları defalarca Borsa İstanbul ofislerimizde misafir ettik. Projenin kapsamı, işleyişi, riskleriyle ilgili

düzenli görüşmeler yaptık. Ayrıca, dünyada çok örneği olmayabilir bunun, 4-5 aylık bir süre boyunca neredeyse her hafta sonu tüm ekosistemi burada provalar içinde bulundurduk. Bu provalar sadece şekilsel provalar değildi, iyi planlanmış, katılımı, sonucu ilgili aracı kurumlarımızın genel müdürlerine kadar raporlanan provalardı. Doğalısıyla ekosistemden çok sağlıklı destek aldık.

Bunun dışında inovatif bir şey daha yaptık. Replay Trading isimli bir ürün geliştirdik. Canlıya geçmeden önce yine yaklaşık 4-5 ay kadar süre ile önceki günlerde mevcut sistemde gerçekleşen tüm emirleri, tüm işlemleri, tüm sonuçlarını yeni sistemin bir kopyasını oluşturarak orada test ettik. Tamamen canlı ortamda olsaydı, ne ile karşılaşacağımızın simülasyonunu yaptık. Karşılaştığımız tüm sıkıntıları, riskleri erkenden aşarak, canlıya geçiş öncesinde

arkamızda neredeyse hiçbir sıkıntı bırakmadık. Bu ürünü Nasdaq ile birlikte dünya pazarına çıkarmak üzere çalışmalarımız devam ediyor. Türev piyasalar için olan versiyonunu da şu anda geliştiriyoruz. Sonuçta bu başarı Borsa İstanbul kadar, tüm ekosistemin ortak başarısı.

Bu dönüşüm kurumsal yatırımcılar için nasıl yenilikler getirecek?

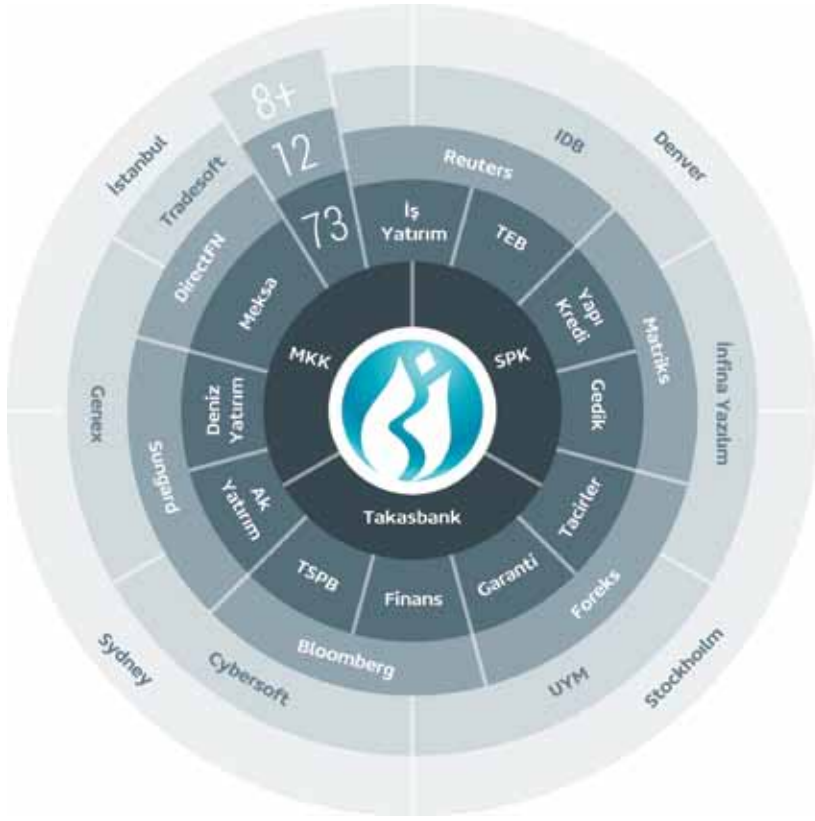
Yeni sistemle daha şeffaf, daha hesap verilebilir ve daha hızlı bir teknoloji altyapısına kavuştuk. Bunlar yatırımcı şirketler için oldukça önemli olduğunu düşündüğümüz fonksiyonlar. Önümüzdeki dönemde perakende, ödeme kanalları ve veri analitiği odaklandığımız üç alan olacak. Şu an inovatif projelerle yatırımcı şirketlerin perakende müşterilerini de oyuna nasıl katabiliriz diye kafa

BISTECH Dönüşümü ile ne değişti?

- 1993 yılında devreye alınan 22 yıllık Pay Piyasası işlem sistemi uygulamaları, tüm ekosistemiyle birlikte yenilendi.
- BISTECH Teknoloji Dönüşümü ile temel olarak dünyanın her yerinden Borsa İstanbul'a erişim sağlandı.
- Borsacılık alanında artık Türkiye Sermaye Piyasaları, dünya ile aynı dili konuşabilecek konuma ulaştı.
- BISTECH Teknoloji Dönüşümü ile Borsa İstanbul'un global bir oyuncu olması için önemli bir adım daha atılmış oldu.
- Dünya standartlarında inşa edilen Borsa'daki yeni veri merkezi ile yerli ve yabancı üyelere eş yerleşim hizmetleri sunulmaya başlanarak; algoritmik işlem ve HFT gibi daha hızlı işlem yapılabilmesinin yanı sıra farklı mesafelerdeki üyelerin işlem sistemine benzer sürelerde erişebilmelerine olanak sağlandı.
- Sınırlı sayıda emir iletimi yerine sınırsız emrin kuyruğa girerek işleneceği bir yapıya geçildi.
- Takasbank ile birlikte ortak alt yapı kullanılmaya başlandı. Yeni ürünlerin ve pazarların oluşturulması kolaylaştı.
- BISTECH Teknoloji Dönüşümünün başarıyla sonlandırılmasının ardından tek platformda dört piyasada işlem yapabilme yeteneği kazanılmış olacak.

“ Veriyi ham olmaktan çıkarıp, işlenmiş olarak gerçek zamanlı pazara sunabilecek yatırımlar yapıyoruz. Kurumsal yatırımcının yatırım kararını vermesini destekleyecek trendler, değişiklikler, özellikle algo trading yapan kurumsal müşterilerin ihtiyaç duyacağı çok sayıda işlenmiş veri alternatifleri mevcut. Mevcut kanallarımızı da kullanarak, bunları kurumsal yatırımcılara ulaştırmayı hedefliyoruz. ”

yoruyoruz. Onları kurumsallar üzerinden daha etkin işlem yapar hale getirmeyi arzu ediyoruz. Ödeme kanalları konusunda blockchain teknolojisi ile yakından ilgilimiz. Bu teknoloji, araçları ortadan kaldırarak kıymetlerin el değişmesinin mümkün hale geldiği bir teknoloji. Orta ve uzun vadede blockchain'in tüm dünyada radikal bir değişiklik, oyun kuruculuk rolü



BISTECH Dönüşüm Programı Paydaşları

Paydaşlar	Kaynak(kişi)
BIST	150+
Takasbank-MKK-SPK	100+
Aracı Kurumlar	200+
Veri Yayın Kuruluşları	50+
Yazılım	50+
Nasdaq	100
TOPLAM:	650+

üstlenebileceği varsayılıyor. Biz de bu oyunu Borsa İstanbul'un ve ilgili kurumların da içinde olduğu ulusal bir çerçevede nasıl kurabiliriz diye kafa yoruyoruz.

Odaklandığımız alanlardan biri de veri analitiği. Dünya borsaları veri analitiklerinden neredeyse gelirlerinin üçte birini elde edebilecekleri bir iş alanı oluşturdular. Bunun için Nasdaq veya Deutsche Börse'ye bakılabilir. Biz de veriyi ham olmaktan çıkarıp, işlenmiş olarak gerçek zamanlı pazara sunabilecek yatırımlar yapıyoruz. Kurumsal yatırımcının yatırım kararını vermesini destekleyecek trendler, değişiklikler, özellikle algo trading yapan kurumsal müşterilerin ihtiyaç duyacağı çok sayıda işlenmiş veri alternatifleri mevcut. Mevcut kanallarımızı da kullanarak, bunları kurumsal yatırımcılara ulaştırmayı hedefliyoruz. Perakendeyi konuşurken, mobil uygulamalardan da bahsetmek lazım. Mobil uygulamalarla her vatandaşın

cebinde, akıllı telefonlarında, yer almayı da arzu ediyoruz. Vatandaşın finansal okuryazarlığını geliştirmek, farklı yatırım araçlarının getirisi ile ilgili simülasyonlar yapabilmek, hatta gerektiğinde aracı kurum üzerinden işlem yapmasını sağlamak gibi fonksiyonları olacak.

Biz Borsa İstanbul olarak, uzun vadede borsası da olan bir teknoloji şirketi olmayı hedefliyoruz. Bunun gereği olarak önümüzdeki

dönemde Nasdaq ile olan tedarikçi müşteri ilişkisinin dışında iş ortaklığı ilişkisine dönmeyi, yerli teknoloji firmalarına yatırım yapıp fintech alanındaki ürün ve çözümleri küresel pazara taşımayı hedefliyoruz. Bu kapsamda Boğaziçi Üniversitesi ile ortak olduğumuz Finans Teknopark ve İstanbul Teknik Üniversitesi ile ortak olduğumuz Teknoloji A.Ş.'yi de fintech konusundaki vizyonumuzun bir parçası olarak görüyoruz.

“Mobil uygulamalarla her vatandaşın cebinde, akıllı telefonlarında, yer almayı da arzu ediyoruz. Vatandaşın finansal okuryazarlığını geliştirmek, farklı yatırım araçlarının getirisi ile ilgili simülasyonlar yapabilmek, hatta gerektiğinde aracı kurum üzerinden işlem yapmasını sağlamak gibi fonksiyonları olacak.”

Atamalar, terfiler

Kim nereye transfer oldu?

Sektörle ilgili son gelişmeler

Hepsi ve daha fazlası için
www.finansgundem.com



FINANS SEKTÖRÜNÜN
İNTERNETTEKİ BULUŞMA ADRESİ

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ ÇALIŞAN PROFİLİ ANKETİ

2015

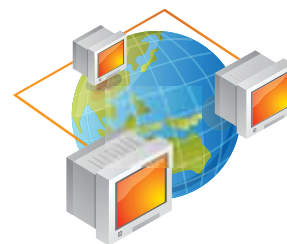
Portföy Yönetimi Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çalışan profilini ortaya koyup, sektörün büyüme trendine ilişkin verileri oluşturmayı amaçlayan ve ilki 2009 yılında gerçekleştirilen Portföy Yönetim Şirketleri Çalışan Profili Anketi'ne 2015 yılı için toplam 22 portföy yönetim şirketi katıldı.

Tablo 1: Faaliyet Alanları	Şirket sayısı
Yatırım Fonu	22
Emeklilik Yatırım Fonu	15
Borsa Yatırım Fonu	4
Alternatif ve Yapılandırılmış Fonlar	9
Özel Portföy Yönetimi	18
Yatırım Danışmanlığı	9
Diğer	-

Tablo 2: Personelin pozisyonlarına göre dağılımı	Kişi sayısı
Üst düzey yönetici (Müdür ve üstü)	151
Portföy Yöneticisi	125
Yatırım Danışmanı	13
Müşteri İlişkileri/İş Geliştirme/ Pazarlama/Satış	52
Araştırma Uzmanı/Stratejist	29
Operasyon/Bilgi İşlem	51
Mali ve İdari İşler	63
Risk Yönetimi/Denetim/Teftiş	54
Diğer	35

Dışarıdan alınan hizmetlerin başında Fon Hizmetleri ve Bilgi İşlem geliyor

Tablo 3: Dışarıdan alınan hizmet	Şirket sayısı
Fon Hizmeti	11
Bilgi İşlem	9
Risk Yönetimi	5
Araştırma	4
Denetim	4
İç Kontrol	3
İnsan Kaynakları	2
Hukuk	2



Tablo 4: Cinsiyet dağılımı		Şirket sayısı
Kadın		190
Erkek		305
Toplam		495



Tablo 5: Yaş dağılımı		Kişi sayısı
18-29		89
30-39		215
40-49		175
50 ve üzeri		16



Tablo 7: 2015 yılında personel sayısında değişim

Personel sayısında artış	48
Personel sayısında azalış	14
Personel sayısı değişmeyen kurum sayısı	5
2016'da planlanan yeni personel alımı	30*

**PYŞ'ler 2016 yılında başta portföy yöneticisi olmak üzere pazarlama/satış, fon yönetimi, araştırma, yatırım danışmanı, iç kontrol, mali işler vb bölümlere yeni personel alımı planlıyor.*

Tablo 6: Eğitim durumu		Kişi sayısı
Lise ve altı		36
Lisans		262
Lisansüstü		188
Doktora		9



Lisanslama Sınavları ve Eğitim

Çalışan anketi 2015 yılı çalışmada katılımcılara, "Lisanslama sınavları usul ve içeriği sektörün beklentilerini karşılıyor mu? Eğer hayır diyorsanız, geliştirilmesi gereken iki öncelikli unsuru belirtir misiniz?" ve "Portföy yönetim sektöründe çalışanların en fazla hangi alanlarda eğitime ihtiyacı vardır?" şeklinde iki soru daha yönelttik.



Ankete katılan 22 kurumdan 7'si sınavların beklentileri karşıladığını belirtti. Sekiz kurum bazı unsurların geliştirilmesi gerektiği cevabını verirken, yedi kurum ise herhangi bir görüş belirtmedi.

Katılımcıların lisanslama sınavları ile ilgili geliştirilmesini istediği öncelikli unsurlar aşağıdaki başlıklarda yoğunlaştı:

- ▶ Lisanslama eğitimleri yetersiz; sınavlara çalışacak kaynak bulunmuyor.
- ▶ Lisanslama sınavları gereksiz detay ve pratikte kullanımı olmayan bilgilerden arındırılmalı. Kitabi bilgi yerine günlük hayattaki işleyişi pekiştiren konu başlıklarına yer verilmeli.
- ▶ Sınav sorularının daha nitelikli hale getirilmesi amacıyla mevcut soru havuzunun revize edilmesi faydalı olacaktır.

Sektörde çalışanların eğitim ihtiyacı konusunda hemen hemen tüm katılımcılar çeşitli öneriler getirirken, güncel mevzuat, risk yönetimi ve finansal ürünlerin tanıtımına yönelik eğitimler bu alanların başında geldi.



Bireysel emeklilikte yatırımcı tercihlerinin değişimi

Seçimlerin bireysel emeklilik yatırımcılarının risk algılamasını en çok değiştiren gelişmeler olduğunu tespit etmekteyiz ve bu fon seçimlerinden de rahatlıkla anlaşılmaktadır.

Zor bir yılı geride bırakıyoruz. Birçok içsel ve dışsal şokun yaşandığı 2015 yılı, hafızalarda en çok Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) küresel kriz sonrası ilk faiz artırımını yaptığı yıl olarak kalacaktır muhakkak ki... Ama ötesinde petrol ve emtia fiyatlarındaki gelişmeler, Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) parasal genişleme hamlesi, içeride seçim ve akabinde tekrarlanan seçimin yarattığı siyasi istikrar bitiyor mu gerginliği, Çin'deki gelişmeler ve nihayet Rusya ile uçak krizi... Nereden bakarsanız bakın,

fiyatlaması yıl içinde yapılmak durumunda kalınan birçok gelişme var saydıklarımızdan. Yatırımcılar açısından da değerlendirilmesi ve yorumlanması gerektiğini düşündüğümüz tüm bu gelişmelerin bireysel emeklilik fonları yatırımcıları açısından nasıl değerlendirildiğini analiz ettiğimiz bu yazımızda, önemli günler öncesi ve sonrası bireysel emeklilik fonları arasında yatırımcıların fon tercihleri analiz edilmektedir. Analiz için Avrupa Merkez Bankası'nın parasal genişleme hamlesi yaptığı 22 Ocak 2015, 7 Haziran ve 1 Kasım

seçimleri ile son olarak Amerikan Merkez Bankası'nın faiz artırım kararını verdiği toplantı günü önemli tarihler olarak belirlenmiştir.

Yan sayfadaki tablo ışığında, dönemsel bireysel emeklilik yatırımcılarının kararlarının nasıl şekillendiğini analiz etmeye çalışalım. Öncelikle 2015 yılına güçlü dolar teması ve düşük petrol fiyatları ile başladığımızı hatırlarsak, eurobond kategorisindeki büyüme anlamlı görünmektedir. AMB kararı sonrası da bu trend devam etmiştir. Öte yandan, gelişmekte olan ekonomi-



Nuri Oğuz Ayhan, CFA
Emeklilik Fonları Kıdemli Portföy
Yöneticisi / İş Portföy Yönetimi A.Ş.

lere parasal genişleme sonrası olası fon akışı beklentisi de daha riskli fon kategorisindeki hisse senedi fonlarına girişleri artırmıştır. 7 Haziran seçimi öncesi dönemde Merkez Bankası üzerindeki faiz indirimi baskısının Türk lirasına değer kaybı yaşattığını, bunun yansımalarının da diğer dövizde endeksli fonlar olan altın ve uluslararası fonlara fon girişi getirdiğini görmekteyiz. Kategoriler bazında baktığımız-

da, seçimlerin bireysel emeklilik yatırımcılarının risk algılamasını en çok değiştiren gelişmeler olduğunu tespit etmekteyiz ve bu fon seçimlerinden de rahatlıkla anlaşılmaktadır. Örneğin, 7 Haziran seçimleri sonrası oluşan koalisyon ihtimali risk algılamasını artırmış ve dövizde endeksli fonlar ile likit fon kategorisinde belirgin artışlara yol açmıştır.

Bireysel Emeklilik Fonları içerisinde Net Aktif Değer (NAD) olarak çok yer kaplamayan endeksli fonları, sene başına göre en yüksek oranda (%188) artış yaşanan kategori olmuştur. Yılın geneline yayılmış bir büyüme göstermiştir. Kategori içerisinde üç adet fon bulunmaktadır ve özellikle Türkiye'nin en büyük sanayi grubu hisselerine yönelik oluşturulmuş olan iştirak endeksine olan ilgi bu artışı açıklamaktadır. Bireysel yatırımcılar açısından risk algılamasında kırılmaya yol açan ve yüksek miktarda fon değişimlerine sebep olan gelişme de, 1 Kasım seçimleri sonucudur. Seçim sonucunda, AK Parti tek başına

hükümet kuracak çoğunluğa sahip olmuş ve bu da hükümet ile ilgili belirsizliğin ortadan kalkmasını sağlamıştır. Bunun yansıması BES yatırımcıları arasında da görülmüştür. En riskli grup olan hisse kategorisine girişler artarken, dövizde endeksli kategorilerde çıkışlar veya yılın geri kalanından farklı bir trendde hareket etme eğilimi ortaya çıkmıştır.

Son olarak, FED öncesi ve sonrası döneme baktığımızda, yıl boyu zaten yatırımcı tarafından çok tercih edilmeyen TL cinsi bono kategorisinde çıkışlar yaşandığı görülmüştür.

Toparlayacak olursak yılın genelinde Türk Lirasındaki zayıflık, dövizde endeksli kategorilerdeki fonlara ilgiyi sıcak tutmuştur. Benzer şekilde, sene içinde enflasyon görünümünün sene başlangıcına göre kötüleşmiş olması ve FED faiz artışı beklentisi TL cinsi bonolara ilginin zayıf kalmasını sağlamıştır. 1 Kasım seçimleri sonrası riskli kategorideki hisse senedi fonlarına fon girişi yüksek seviyede devam etmiştir.

	ESNEK	HISSE	EUROBOND	BONO	LİKİT	ENDEKS	ALTIN	KATKI	ÖST	STANDART	ULUS. KARMA
31/12/2014	1.0%	0.1%	3.5%	0.6%	-0.7%	3.8%	0.2%	-0.7%	4.1%	3.4%	0.7%
22/01/2015	0.3%	-0.4%	0.7%	0.4%	-0.1%	1.2%	-0.6%	6.3%	0.4%	1.5%	0.6%
30/01/2015	1.4%	2.0%	2.6%	0.7%	-0.3%	8.2%	2.6%	-0.9%	2.2%	4.1%	0.8%
27/02/2015	1.3%	3.4%	4.1%	0.3%	0.9%	15.3%	3.4%	10.5%	-1.1%	2.5%	7.8%
31/03/2015	1.5%	-0.2%	5.4%	-0.2%	1.9%	3.4%	5.7%	4.8%	5.7%	2.7%	8.2%
30/04/2015	1.6%	0.0%	5.9%	-0.2%	2.2%	2.1%	7.0%	4.7%	6.2%	3.2%	6.5%
29/05/2015	0.3%	0.7%	1.0%	0.0%	0.2%	1.3%	1.1%	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.9%
07/06/2015	0.8%	0.3%	4.7%	-0.6%	4.3%	13.5%	5.9%	4.1%	0.5%	1.2%	7.0%
30/06/2015	1.5%	1.1%	3.0%	0.0%	3.7%	9.6%	7.2%	4.3%	-0.3%	2.2%	3.1%
31/07/2015	1.2%	2.2%	4.2%	-0.5%	3.1%	9.1%	3.0%	3.9%	0.2%	1.9%	3.9%
31/08/2015	1.4%	2.4%	5.0%	-0.6%	3.3%	6.4%	3.9%	-0.8%	-0.2%	2.2%	4.4%
30/09/2015	1.1%	1.3%	3.6%	-0.3%	2.9%	6.4%	5.0%	4.0%	1.2%	2.6%	5.4%
01/11/2015	1.7%	9.9%	-0.7%	0.5%	0.3%	19.4%	1.3%	3.3%	2.3%	2.8%	0.0%
30/11/2015	0.7%	3.0%	1.7%	-0.1%	1.9%	6.9%	2.1%	3.7%	0.9%	0.9%	1.3%
16/12/2015	0.5%	2.0%	0.6%	-0.2%	0.4%	2.5%	1.6%	-0.3%	0.7%	1.0%	0.5%
25/12/2015											
TOPLAM	18.1%	31.2%	55.8%	-0.2%	26.4%	187.8%	61.7%	57.4%	24.8%	37.5%	64.5%
NAD(MLR TL)	14.2	3	3.1	12.7	4.9	0.2	0.6	4.8	0.1	3.8	0.1

Kaynak: Rasyonet, İş Portföy *Kategoriler Rasyonet kategorileri olup, dönemsel kategori büyümesi "(1+NAD Değişimi)/(1+Ağırlıklı kategori getirisi)-1" formülü ile hesaplanmıştır. NAD Değerleri 25/12/2015 kapanış değerleridir ve en yakın ondalık basamağa yuvarlanmıştır. Kategori getirileri için dönem başı NAD fon ağırlığına esas teşkil etmiştir.

*Sarı renkli kutucuklar önemli günler olarak sınıflandırılmıştır. Bunlar sırasıyla 22/01/2015: AMB parasal genişleme kararı, 07/06/2015: Genel Seçimler, 01/11/2015: Tekrarlanan Genel Seçim, 16/12/2015: FED faiz artırım kararı.

*Tablo yukarıdan aşağıya doğru doldurulmuş olup ilk satır 31/12/2014 - 22/01/2015 arası dönemsel büyümeyi göstermektedir.

Borçlanma Araçları Tebliğ Taslağı'na İlişkin Görüşler

Uluslararası fonlara ve yatırımcılara ihtiyaç duyulduğu göz önüne alınarak, derecelendirme konusunda yabancı yatırımcıların da güvenebileceği bir alt yapı oluşturulmalı, tahvil piyasalarının özelliğinin öncelikli teminatsız borçlanma piyasaları olduğu göz ardı edilmeden, bu özellikleri ile gelişmelerinde gerekli zemin hazırlanmalıdır.

Sermaye Piyasası Kurulu, 7 Haziran 2013 tarihli "Borçlanma Araçları Tebliği" hükümlerinde değişiklik öngören yeni tebliğ taslağını 27 Kasım 2015 tarihinde görüşe açmış bulunmaktadır.

Borçlanma araçları piyasasının gelişmesi, derinleşmesi, şeffaflık açısından uluslararası en iyi uygulamaların seviyesine çıkması tüm yatırımcı ve diğer menfaat sahiplerinin şüphesiz en önemli beklentilerini oluşturmaktadır. Yurt içi tasarruf oranının düşüklüğü,

ekonomik büyümenin sağlanması için yurt dışı fonlamaya olan gereksinimler ve bunların bir göstergesi olan cari açık sorunumuz gibi ekonomik açmazların sermaye piyasalarımızın derinleşmesi için olumlu bir ortam sağlamadığı bilinen bir gerçek. Ancak bu piyasaları ya-



Dr. Ayşe Botan Berker
Merit Risk Yönetimi ve Danışmanlık
Hizmetleri Ltd Şti.

bancı fonlar için daha cazip kılmak için öncelikle hukukun üstünlüğü, herkese eşit şartlar sağlanması (level playing field), şeffaflıktan ödün vermemek, tahvil alacaklarının sıralandırmasında öncelikli olacak olmasının sağlanması, ihraç prospektüsünün ayrıntılı bir şekilde hazırlanması gibi dünyada kabul görmüş ve finans merkezi olmayı başarmış piyasalarda gördüğümüz temel kuralların getirilmesi gerektiğine inanıyorum.

Görüşe açılan tebliğ taslağı incelendiğinde, getirmekte olduğu bir takım değişiklikler ile piyasalarda derinleşmenin sağlanmasının hedeflendiği, ancak bunun sadece yatırımcıyı koruyacağı tahmin edilen bir takım tedbirlerin getirilmesi ile mümkün olabileceği yanılsamasını içerdiği gözlemleniyor.

Taslaktaki Temel Değişikliklerden Bazılarına ve Eksik Olduğu Düşünülen Hususlara İlişkin Görüşler: İhraççının Derecelendirmesi Zorunluluğu:

Getirilen değişikliklerin başında ihraççının derecelendirmesi zorunluluğu geliyor. Bu zorunlulu-

ğun bizim piyasamızda nasıl bir değişiklik getirebileceğini şimdiye kadarki gerçekleştirmeler perspektifinden irdeleyelim; Tebliğ taslağının görüşe açılmasından hemen üç gün sonra, Türkiye'nin önemli şirketlerinden birisi olduğu öne sürülen ve 2013 yılı İSO en büyük 500 listesinde 127'inci sırada olan BİS Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'den Kamuyu Aydınlatma Platformu'na yapılan bir açıklama ile faaliyetlerinin durdurulduğu bildirilmiştir. BİS Enerji son olarak 2015 başlarında iki yıllık TL tahvil ihraç etmiş olup toplam tahvil borcu 50 Milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket tahvil ihracı için bir rating kuruluşundan "BBB-" seviyesinde uluslararası uzun vadeli TL ve döviz cinsinden yatırım yapılabilir seviye gösteren bir rating almıştır. Bundan bir buçuk ay önce ise TL tahvil piyasası gene, halka açık bir şirket olan Akyürek Pazarlama hakkındaki bankaların başlattığı icra takibi açıklamasının Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yapılması ile sarsılmıştı. Çeşitli bankaların başlattığı icra takiplerinin toplam tutarı 160 Milyon TL civarında olarak açıklanmıştır. Gene aynı derecelendirme şirketinden Akyürek Pazarlama, 2015 Eylül ayında uzun vadeli yerel para ve ulusal notlarda "BBB-", yatırım yapılabilir seviye gösteren bir rating almıştı. Aynı rating kuruluşundan, Plaspak Kimya isimli şirketi de son olarak 23 Kasım 2015 tarihinde açıkladığı gözden geçirme sonuçlarına göre gene "BBB-", yatırım yapılabilir seviye gösteren bir rating almıştı, şirketin içine düştüğü zor durum artık ortaya çıktıktan sonra ise önceki gözden geçirmeden sadece 17 gün sonra aynı rating kuruluşu tarafından rating, "CCC" seviyesine temerrüt habercisi olarak düşürülmüştü. GÇS Metal ise bu senenin ilk olumsuz piyasa haberi olarak iflas ertelemesi istemeden

kısa bir süre önce, bir başka rating kuruluşundan "A-" olarak oldukça iyi sayılan bir rating almıştı. Bu gerçekler göz önüne alındığında rating şartının nasıl bir katkı sağlamanın düşünüldüğünü anlamak zorlaşıyor. Bu bakımdan, ihraççının derecelendirmesi zorunluluğunun getirilmesinden önce, esasen derecelendirme konusundaki düzenlemelerin gözden geçirilmesine öncelik vermek daha yerinde olacaktır.

Düşük Ratinglerde Banka Garantisi Aranması:

Getirilen diğer bir değişiklik gene ratingler ile bağlantılı olarak, rating seviyesi yatırım yapılabilir seviyenin ilk üç derecesinin altındaki ihraçlar, yani "AA-" ve altındaki her halka arz şeklinde yapılan ihraçta banka garantisi istenmesidir. Gerçekçi olmak gerekirse, uluslararası normlarda değerlendirdiğimizde kısaca uluslararası rating kuruluşlarının ulusal (national) skalada verdikleri ratingler kullanılırsa, ülkemizde çok sınırlı sayıda şirket veya finansal kuruluş AA- üzerinde bir rating alabilir. Yerel rating** kuruluşlarının verdiği yüksek ratinglerin ise ne kadar gerçekçi olduğu, yukarıda sıralanan olaylar perspektifinden değerlendirilmelidir. Banka garantili tahvil ihracı da doğrudan banka kredisinden bile şartları daha zorlayacağı için söz konusu değişiklik, halka arz piyasasının önünü kapatmış olur. Aynı şekilde, nitelikli yatırımcılara satış sureti ile yapılacak ihraçlarda AA- ve altında derecelendirilmiş şirketler için sağlaması istenen üç şartın en az ikisini sağlayan şirket sayısı da düşünüldüğü kadar yüksek değildir. Bu değişiklikler tahvil piyasasının sağlıklı büyümesi için gereken alt yapıyı hazırlamada etkili olamazlar. Ayrıca düşünülmesi gereken diğer bir boyutu da, bu değişiklikler kesinleşir ise hangi ta-

BORÇLANMA ARAÇLARI

rihten itibaren geçerli olacakları ve halen ihraç edilmiş olan tahvillerin ne şekilde değerlendirileceği, bunları geri ödeme vadeleri geldiğinde yenilenmeleri konusunda nasıl bir öngörü olduğu hakkında açıklık sağlanmasıdır.

Tahvil İhraççılarının Şeffaflığı:

Genel hatları ile tebliğ taslağı portföy yönetim şirketlerinin doğrudan yatırım kararlarına müdahale etmektedir. Borçlanma piyasasına katkı sağlaması ancak şirketlerde şeffaflığı zorlamakla oluşabilir ki bunun yolu gene bir üçüncü tarafa havale etmek değil, şirketlere doğrudan açıklama yapma yükümlülükleri getirmek şeklinde olmalıdır. Hali hazırda tahvil ihraç etmiş olan şirketlerin önemli bir kısmı sadece yılsonlarında finansallarını açıklıyorlar. Oysaki tahvil ihraç etmenin, şeffaflık gereksinimleri yönünden, hisse halka arzından farklı değerlendirilmemesi gerekmektedir.

Şirket Nakit Hareketlerinin İlişkili Taraflara Akmasını Önleyecek Kurallar:

Diğer önemli bir konu da, regülatörün borçlanma aracı ihraç eden şirketlere “ring fencing” yani şirket nakit hareketlerinin ilişkili taraflara akmasını önleyecek kurallar getirmesi gereksinimidir. İlişkili şirketler arasındaki nakit hareketleri, tahvil borçlusu şirketin bazı durumlarda geri ödemede zorluk çekmesine yol açabilir. Yatırımcı açısından da tahvilini satın aldığı şirketi değil, aslında hiç düşünmediği bir şirketi hatta sektörü dolaylı olarak fonluyor konumuna düşürmektedir.

Tahvillerin Öncelikli Teminatsız Alacak Olarak Sınıflandırılması:

En önemli husus da, tahvil alacaklarının gerçek “senior unsecured” yani öncelikli teminatsız alacak

olarak sınıflandırılması, böylece herhangi bir iflas, temerrüt durumunda tahvil alacaklılarının mağdur olmasının önlenmesidir. Aynı şekilde geri ödeme konusunda geri kazanım (recovery) yönünden bir bilgi sağlanmadığını görüyoruz. Temerrüt halinde geri kazanım oranlarının da hesaplanarak yatırımcıların bilgilendirilmesi yerinde olacaktır.

Sonuç olarak portföy yönetim şirketleri dâhil olmak üzere bütün kurumsal yatırımcılar kendi yatırım kararlarını kendileri verebilirler, bu kararlarında yüksek risk-yüksek getiri tercihleri olabilir. Dünyada regülatörlerin yükümlülüğü yatırım kararlarına müdahale etmek değil yatırımcılara riski yönetebilmeleri için gerekli zemini sağlamak olarak benimsenmiştir. Bu da sadece ve sadece borçlanma aracı ihraç eden şirketler için finansal açıklamaların daha sık, örneğin her üç ayda bir yapılmasının zorunlu olması, kasti olarak yanlış beyan için ciddi cezalar getirilmesi, yani ilk önlemlerin şirketler tarafında alınması ile mümkün olabilir. Piyasanın ihtiyacı olan likiditenin sağlanması için piyasa yapıcılığı (primary dealership) olgusu düşünülebilir. Likiditenin artması ile tahvillerin vadelerinden önce alınıp satılması belli bir hacme ulaşır ise şirket tahvilleri için Kredi Temerrüt Değişimi (CDS: Credit Default Swap) oluşturmak anlam kazanabilir. CDS de bilindiği gibi tahvillerin sigortalanması anlamında yatırımcıya ek bir güvence sağlayacaktır. Uluslararası fonlara ve yatırımcılara ihtiyaç duyulduğu göz önüne alınarak derecelendirme konusunda yabancı yatırımcıların da güvenebileceği bir alt yapı oluşturulmalı, tahvil piyasalarının özelliğinin öncelikli teminatsız borçlanma piyasaları olduğu göz ardı edilmeden, bu özellikleri ile

“ Genel hatları ile tebliğ taslağı portföy yönetim şirketlerinin doğrudan yatırım kararlarına müdahale etmektedir. Borçlanma piyasasına katkı sağlaması ancak şirketlerde şeffaflığı zorlamakla oluşabilir ki bunun yolu gene bir üçüncü tarafa havale etmek değil, şirketlere doğrudan açıklama yapma yükümlülükleri getirmek şeklinde olmalıdır. ”

gelişmelerinde gerekli zemin hazırlanmalıdır.

***Yerel rating kuruluşu tanımı sadece yerel mevzuata uyma zorunluluğu içinde olan kuruluşlar anlamında olup, JCR Japonya web sitesinde açıklandığı gibi aşağıda listelenen şirketler Japon şirketin uluslararası derecelendirme fonksiyonlitesine dayalı ile uyması gerekli uluslararası kurallar silsilesi içerisinde değerlendirilmemektedir.*

The entities listed on the page below are not NRSROs.

- Tokyo Shoko Research
- Seoul Credit Rating & Information Inc.
- JCR-VIS Credit Rating Co.,Ltd.
- Association of Credit Rating Agencies in Asia(ACRAA)
- JCR Eurasia Rating

KONFERANS AJANDASI

3 Şubat 2016 Çarşamba

20th Annual European Pensions, Rome

<http://www.iiconferences.com/european-pensions-symposium/>

4 Şubat 2016 Çarşamba

Cayman Alternative Investment Summit, Cayman Islands

<http://www.caymansummit.com/>

11 Şubat 2016 Perşembe

7th Annual Spanish Funding Conference, Madrid

<http://afme.eu/SpanishFunding2016/>

22 Şubat 2016 Perşembe

SuperReturn International 2016, Berlin

<http://www.icbi-superreturn.com/>

23 Şubat 2016 Salı

Global Real Assets Forum, New York

<http://www.iiconferences.com/global-real-assets-investment-forum/>

25 Şubat 2016 Perşembe

11th Annual European Fixed Income and FX Market Liquidity Conference, London

<http://afme.eu/MarketLiquidity2016/>



1 Mart 2016 Salı

Bonds, Loans&Derivatives Russia&CIS, Moscow

<http://www.globalfinancialconferences.com/bonds-loans-russia>

3 Mart 2016 Perşembe

2016 Jersey Finance London Funds, London

<https://www.jerseyfinance.je/events/jfifunds2016#.VpYuHY9OLIV>

8 Mart 2016 Salı

ALFI Spring Conference, Lüksemburg

<http://www.alfi.lu/node/3045>

14 Mart 2016 Pazartesi

Bonds, Loans&Sukuk Africa, Cape Town

<http://www.globalfinancialconferences.com/africa>

15 Mart 2016 Salı

Real Estate Private Equity Summit, New York

<http://www.iglobalforum.com/repe14.html>

16 Mart 2016 Çarşamba

Investors' Forum, Geneva

<http://investeurope.eu/Content/Microsites/investorsforum2016/overview.html>



12 Nisan 2016 Salı

Bonds, Loans & Derivatives Brazil, Sao Paulo

<http://www.globalfinancialconferences.com/brazil>

18 Nisan 2016 Pazartesi

FundForum Asia, Hong Kong

<http://www.icbi-events.com/event/fundforumasia>

19 Nisan 2016 Salı

Bonds, Loans& Sukuk Middle East, Dubai

<http://www.globalfinancialconferences.com/bonds-loans-middle-east>





Fitch'in Fon Kalitesi Derecelendirme Süreci

Uluslararası fonlara ve yatırımcılara ihtiyaç duyulduğu göz önüne alınarak, derecelendirme konusunda yabancı yatırımcıların da güvenebileceği bir alt yapı oluşturulmalı, tahvil piyasalarının özelliğinin öncelikli teminatsız borçlanma piyasaları olduğu göz ardı edilmeden, bu özellikleri ile gelişmelerinde gerekli zemin hazırlanmalıdır.

Fitch Ratings, fon seçimi yapanlara ve diğer piyasa oyuncularına bir fonun yatırım süreci, geçmiş performansı ve işletim niteliklerine ilişkin bağımsız bir değerlendirme sunmak üzere fon kalitesi derecelendirme değerlendirmeleri yapmaktadır. Süreç ekseriyetle, üçüncü şahıs yatırımcılar için aktif bir biçimde yönetilen fonlara odaklanmakta ve tanımlanmış bir yatırım sürecinden

hareketle benzer fonlara ve/veya hedef göstergelere kıyasla performansı ortaya koyma amacını taşımaktadır. Fitch, en yüksek yetkinlik düzeyini sergileyen, yatırım yönetimi sürecinin kilit alanlarına en ciddi ölçüde kaynak tahsis eden ve benzer fonlara ve/veya ilgili göstergelere kıyasla uzun vadede yüksek ve tutarlı riske göre düzeltilmiş getiri sağlayan fon veya yönetim yapılarına 'Mükemmel' notu vermektedir. 'Yetersiz' notu ise geçmiş performansı ve yatırım

yönetimi açısından zayıf ve tutarsız olan ve düşük bir yetkinlik düzeyinin yanında kaynakların yetersizliği ile dikkat çeken fonlara verilmektedir. Bu iki notun arasında 'Güçlü', 'İyi' ve 'Zayıf' notu alan fonlar da yer alabilmektedir.

Fon kalitesi derecelendirme sürecinin üç sacayağından söz edilebilir: Öncelikle bir operasyonel analizde 'geçer' ya da 'başarısız' notu verilir. Akabinde yatırım süreci, ayrılan kaynaklar ve yönetim şirketi değerlendirilir. Son



Alastair Sewell

Fon ve Varlık Yönetimi Grubu Kıdemli
Direktörü ve EMEA ve APAC Bölge
Yöneticisi / Fitch Ratings

olarak da yöneticinin riske göre düzeltilmiş performans geçmişi ile niteliksel değerlendirmenin gerçekleştirmelerle karşılaştırılması sağlanır.

Fitch, yalnızca operasyonel değerlendirmede geçer not alan fonlara derecelendirme uygulamaktadır. Operasyonel analiz fonun yasal, düzenleyici ve operasyonel çerçeveden görünümüne odaklanır ve fiyatlandırma, varlıkların ayrıştırılması, denetim, yönetim, yatırımcı konsantrasyonu ve şeffaflık gibi unsurları dikkate alır. Niteliksel değerlendirme ise notun temel bileşenini teşkil eder. Fitch bu bağlamda fon performansının temel bileşenleri olarak gördüğü bir dizi faktörü dikkate alan bir skor tablosundan yararlanmakta ve yatırım süreçleri ve kaynaklarına özel vurgu yapmaktadır. Her bir kategori ve alt kategoride sıralama belirlenmekte ve sonrasında her bir bileşene ilişkin sıralama birleştirilerek, genel niteliksel değerlendirmeye ulaşılmaktadır. Dikkate alınan temel alanlar arasında, öncelikle risk yönetimi de dâhil olmak üzere yöneticinin yatırım felsefesi ve süreçleri gelmektedir. Bunu, fonu destekleyen kaynaklar, bilhassa da yatırım sürecini destekleyen personel ve teknolojinin kalite ve derinliği izlemektedir. Son olarak da yönetim şirketinin deneyimi, finansal kaynakları ve fona olan stratejik bağlılığı gözetilmektedir.

Uzun vadede fonun riske göre düzeltilmiş performansı da genel not belirlenirken dikkate alınmaktaysa da, değerlendirme notunun birincil unsuru niteliksel değerlendirmedir. Fitch bir fonun yatırım stratejisini başarıyla uygulayıp uygulamadığına ilişkin en önemli göstergenin benzer fonlar, göstergeler ve hedeflere nazaran elde ettiği uzun vadeli riske göre düzeltilmiş getiri olduğu kanaatinde. Bu yaklaşımın bir sonucu olarak da bir fonun riske göre düzeltilmiş uzun vadeli performansı, fonun kalite değerlendirmesi kapsamında olağandışı sonuçların (çoğu durumda en yüksek ve en düşük performans sergileyen gruplardaki fonların) gereğince irdelenmesi ve gerektiğinde değerlendirme dışı bırakılması süreçlerine ışık tutan bir etken olarak dikkate alınmaktadır. Fonun riske göre düzeltilmiş getiri göstergelerinin benzer fonlara ve/veya fona ilişkin göstergelere kıyasla değerlendirilmesi sonucunda, Fitch'in ilgili fonun 'Güçlü' ya da 'Zayıf' geçmiş performansı olan bir fon olduğuna kanaat getirmesi sonrasında niteliksel değerlendirme genel değerlendirme notuna dönüştürülürken aşağı ya da yukarı yönde revize edilebilir. Örneğin niteliksel değerlendirmede 'Güçlü' notu alan bir fona, Fitch'in geçmiş performansını 'Güçlü' gördüğü durumlarda 'Mükemmel' genel notu

verilebilir. Aynı minvalde, söz konusu fonun geçmiş performansının 'Zayıf' olduğu düşünülürse genel notu 'İyi' düzeyine çekilebilir. Fitch geçmiş henüz kısa (iki yıldan az) olan fonlara da not verebilir. Öte yandan Fitch'in analizinde karşılaştırma yapabilmesine olanak veren benzer fon ya da yönetim yapılarının bulunduğu durumlar dışında, bu nevi fonların değerlendirme notunda bir üst sınır uygulanır.

Fitch değerlendirme notlarını en azından yılda bir kez, ya da ciddi gelişmelerin olması durumunda günceller. Öte yandan hem niteliksel (fon yöneticileriyle doğrudan etkileşimden hareketle), hem de niceliksel (büyük ölçüde performans verilerinden hareketle) fon izleme çalışmaları sürekli olarak yürütülmektedir. Değerlendirmeye konu her bir fon için Fitch, önemli ve yapısal değişimlerin ya da notu olumsuz yönde etkileyebilecek biçimde yatırım sürecindeki eksikliklerin ilk sinyalleri olarak değerlendirilebilecek kilit performans göstergeleri belirlemiştir.

*Bu konuda daha fazla bilgi için Fitch Fon ve Varlık Yönetimi sayfasına başvurabilirsiniz: <https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/fam>
Kriter: <https://www.fitchratings.com/gws/en/sector/research/FAMRatings?Ns=publishDate|1&Ne=11&N=363+1173+4294281833+1215+1226>*

Fitch Fon ve Varlık Yönetimi Grubu:

- 30 adet sektöre özel analist ile küresel olarak, 60'a yakın portföy yönetim şirketine ve 575'den fazla fona not veren küresel bir gruptur.
- Ekipler Londra, Paris, New York, Chicago ve Latin Amerika'da yerleşiktir. Farklı yerlerde yerleşik analistler birbirleri ile ortak çalışmaktadırlar.
- Analistlerin ortalama sektör tecrübesi 12 yıldır.
- 15 yıldan fazla fon ve portföy yönetim şirketlerine rating hizmeti vererek, küresel ve yerel piyasalar hakkında detaylı bilgi sahibi olmaya fırsat olmuştur. Bu dönem içerisinde 100 portföy yönetim şirketi ve yaklaşık 5000 fon ile çalışılmıştır.
- Türkiye'de Yapı Kredi Portföy Yönetim Şirketi ve yedi farklı fonuna rating verilmektedir.

İletişim: Gülcan Üstay, Fitch İstanbul

Tel: 90.212.279.10.65 gulcan.ustay@fitchratings.com



YATIRIMCI İŞTAHI JEOPOLİTİK RİSKLERİN BASKISI ALTINDA

Türk piyasaları için özellikle yabancı yatırımcı iştahı çok iyimser değil. Risk algısının yüksek olmasının önemli bir sebebi, komşularımızda süren iç savaş ve artan jeopolitik riskler.

Fon yöneticileri olarak 2015 yılını aramızda bıraktığımız için mutluyuz. Geçtiğimiz sene belki diğer senelerden daha çok iç ve dış piyasalardaki riskleri, jeopolitik tehditleri ve komşularımızla ilişkilerimizi konuşup tartıştığımız oldukça olaylı bir yıl oldu. Bu yıl en çok odaklanacağımız

gelişmeler; Çin'de alınan mali ve bütçe desteklerinin büyümeye ne kadar katkı sağlayacağı; ABD Merkez Bankası'nın (FED) faiz artışlarının Avrupa ve Japon Merkez Bankaları gevşerken ne kadar sık olabileceği ve FED kararlarına bağlı olarak ABD dolarının güçlenmeye devam edip etmeyeceği olacak. Şu anda küresel ekonomistler arasında konsensüs, 2008 yılından itibaren

daralan Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) ve Gelişmiş Ülkeler arasındaki büyüme makasının 2016'da Gelişmekte Olan Ülkeler lehine açılmaya başlayacağı ve bu makasının 2017'de hissedilir derecede genişleyeceği yönünde. Bu beklentinin ardında Brezilya ve Rusya gibi büyük ekonomilerin 2015'te göreceli olarak toparlanması, buna karşılık Avrupa ve Amerika eko-



Pınar Uğuroğlu
Araştırma Direktörü
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

nomilerinde önemli bir ivmelenme beklenmemesi yatıyor. Buna karşılık, petrol fiyatlarının baskı altında olacağı bir yıl daha geçirebiliriz; İran'ın petrol ihracatı önündeki engellerin Ocak 2016 itibarıyla kalkacak olması ve ABD'nin ham petrol ihracatına Senato tarafından izin verilmesi, petrol fiyatlarını baskılayacak ana unsurlar olacaktır. 2015 yılında Gelişmekte Olan Ülkelerden büyük fon çıkışlarına şahit olduk; bunun 2016 yılında aynı şiddetle devam etmesini beklememekle birlikte, petrol üreticisi ülkelerin sermaye ihracatçısı konumdan sermaye ithalatçısı konuma geçmeleri küresel likidite üzerinde baskı yaratıp, Gelişmekte Olan Ülkelere fon girişini olumsuz etkileyebilir.

Türkiye'nin 2016 için makro dengelerine baktığımızda; düşük emtia fiyatları ve yavaş büyüyen tüketici kredileri sayesinde, cari açık dengesi konusunda daha iyimseriz; seçimlerden sonra gözle görülür biçimde artan tüketici güveni nedeniyle büyüme konusunda da kötümser değiliz ve görülen o ki hükümet tüm seçim vaatlerine rağmen bütçe disiplini artan vergilerle devam

ettirecek. Kurun önemli bir devalüasyonun ardından dengelendiğini düşünüyoruz; hisse senedi ve bono piyasalarında yabancı yatırımcının pozisyonlanmasının da hâlihazırda düşük olduğu kanaatindeyiz. Tüm bunlara rağmen, Türk piyasaları için özellikle yabancı yatırımcı iştahının çokta iyimser olmadığına da farkındayız. Risk algısının yüksek olmasının önemli bir sebebinin Türkiye'nin kendi makro dengeleri değil de komşularımızda süren iç savaş ve artan jeopolitik riskler olduğu da bir gerçek. Türkiye'nin bir seneyi daha anayasal reform ve başkanlık referandumunu nedeniyle politik tartışmalarla geçirebilecek olması da, bir başka risk faktörü. Her ne kadar yabancı basın Türkiye hakkında olumlu haberlere yer vermese de, daha uzun bir zaman perspektifi ile Türkiye'nin önündeki orta-uzun vadedeki fırsatları ve riskleri dengeli olarak ele almak gerektiğini düşünüyoruz. Bunların başında Rusya ile gerilen ikili ilişkiler nedeniyle daha akut hale gelen, doğalgazda arz çeşitlendirmesi geliyor. Bu anlamda Katar ve Azerbaycan ve hatta İsrail/Kıbrıs önemli kaynak ülkeleri olarak öne çıkıyor. İkinci olarak, İran'ın dış ticarete Ocak 2016'dan itibaren kapılarını açabilecek olması, Türkiye'nin bu ülkeye kültürel ve lojistik yakınlığı sayesinde oldukça önemli bir gelişme. Üçüncü olarak, Türkiye- AB ilişkileri Suriye göçmen krizi sonrası yeniden daha yapıcı bir hal aldı. Bu bağlamda Kıbrıs sorunu konusunda önemli adımlar atılması bizi şaşırtmayacaktır. Ve son olarak, hükümetin seçimsiz geçireceği önümüzdeki dört sene boyunca reform gündasını uygulama kararlılığını test edeceğiz. 2016 yılı için, hisse piyasaları

konusunda temkinli iyimser bir görüşümüz var; diğer Gelişmekte Olan Ülkelere kıyasla net kar büyümesi daha iyi olarak tahmin ediliyor; değerlemeler cazip ve para çıkışı nedeniyle portföylerde Türkiye ağırlığı zaten az. En önemli makro risk faktörü olan enflasyon, beklentilerin altında seyredebilir ve cari açığa beklediğimiz düzelme gerçekleşirse, bir "kara kuğu" olayı daha yaşanmaksızın hisse piyasaları 2016'da daha iyi bir yıl geçirebilir. Bu beklentimiz konusunda aşırı iyimser değiliz; önemli ralliler beklemiyoruz ama hisse senedi piyasalarının pozitif getiri sağlayabileceği bir yıl olabileceğini düşünüyoruz. Hisse senedi seçimleri konusunda bilançoda borç yükünü azaltan ve yabancı para kazanma kabiliyeti olan firmaları tercih edeceğiz.

Sabit getirili piyasalarda ise her zaman olduğu gibi bu yıl da Merkez Bankası ana oyuncu olarak yer alacak; politikalarının beklentilerden sapması piyasalarda volatiliteye neden olabilecek. Belki de bu belirsizlik faktörü ve tabii yüksek enflasyon nedeniyle Türkiye, faizlerin çift haneli seviyelerde olduğu dünyada sayılı ülkeler arasında. Enflasyon görünümünde çok fazla belirsizlik var ve 2016 için nokta tahmin yapmak oldukça zor. Verim eğrisinin daha aşağıda bir yerde konumlanması ancak enflasyon görünümünde iyileşme ve/veya Merkez Bankası'nın yatırımcılar gözünde kredibilitésinin artması sayesinde olacaktır. Ne yazık ki küresel yatırımcılarda, Gelişmekte Olan Ülkelerin yerel kur cinsinden sabit getirili piyasalarına yatırım iştahı göremiyoruz. Ama bu algı, FED'in ısrarlı olarak faiz artırmayacağını anlaşılmaması halinde olumluya dönebilir.

Gayrimenkul Yatırım Fonları

Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu

Ülkemizde portföy yönetim şirketlerinin yönettikleri varlıkların toplam büyüklüğünün yaklaşık 100 milyar TL'ye ulaştığı düşünülürse, az miktardaki GYO pay senetleri dışında gayrimenkul yatırımları bulunmamaktadır. GYF'lerin yeni bir rol üstlenerek sektördeki bu boşluğu doldurmasını bekliyoruz.

Resmi Gazete'nin 30.12.2012 tarih ve 28513 sayısında yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile ülkemizde gayrimenkul yatırım fonları (GYF), ilk defa hukuki alt yapıya kavuşturuldu. Resmi Gazete'nin 03.01.2014 tarih ve 28871 sayısında yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile verdiği yetki kapsamında bu fonların kurulmasına, nitelikli yatırımcılara satışına ve faaliyetlerine ilişkin esaslar ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Yatırımcılar, bu gelişmeler ile birlikte her zaman uzun vadeli ve güvenli bir yatırım aracı olarak görülen, bireysel olarak da çokça yapılan gayrimenkul yatırımlarını artık gayrimenkul yatırım fonları çatısı altında yapabilecekler. Yurt dışında sıklıkla görülen bu tür fonlar, gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesine imkân sağlayan, büyük ölçekli gayrimenkullere likidite kazandıran, yatırımcıları ve gayrimenkul sahiplerini buluşturan sermaye piyasası kurumlarıdır. Ör-

neğin, dünyada emeklilik fonlarının yaklaşık %9'u gayrimenkul yatırım fonlarına yatırım yapmaktadır. Yatırımcılar açısından, gayrimenkule doğrudan yatırım yapmayı sağlayan, portföy yönetim şirketlerinin yatırım tecrübesi ile gayrimenkul sektörünün fırsatlarını birleştiren yepyeni bir varlık sınıfı olan GYF'lerin ülkemiz gayrimenkul sektörüne yeni bir canlılık getirmesi beklenmekte. GYF'lerin yatırımcılara sağlayacağı en önemli avantajlardan biri; diğer varlık gruplarıyla olan düşük korelasyonu ve çeşitlendirme yoluyla yatırımcıları koruyan, kurumsal ve profesyonelce yönetilen bir gayrimenkul portföyüne yatırım imkânı sağlamasıdır. Yatırımcılar tek ve görece daha küçük bir gayrimenkule yatırım yapmaktansa, GYF ile profesyonelce çeşitlendirilmiş ve daha büyük ölçekli bir portföye vergi avantajları ile birlikte yatırım yapma fırsatını da yakalamış olacaklardır. GYF'ler kurumlar vergisinden muaf olup, ayrıca kar payı dağıtımında veya fon katılma paylarının satışından elde edilen gelirlerde GYF'ler için çok önemli sayılabilecek stopaj ve gelir vergisi avantajları mevcuttur.

Alım-satım kârı ve/veya kira geliri amaçlayan GYF'ler; konut, arsa, otel, AVM, hastane, turizm tesisleri, restoran vs. gibi çok sayıda ve çeşitli yapılarla yatırım yapabilirler. Ayrıca, kira sertifikası, gayrimenkul sertifikası gibi sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilme imkânları bulunmaktadır. Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile belirtilmiş sınırlamalar ile birlikte GYF'lerin fon portföyüne alınacak her türlü bina ve benzeri yapılara ilişkin olarak yapı kullanma izninin alınmış ve kat mülkiyetinin tesis edilmiş olması zorunludur. Kısacası, bu sayede GYF'ler yatırımcılara kurumsal ve güvenilir bir gayrimenkul finansman modeli sunmaktadır. Ülkemizde portföy yönetim şirketlerinin yönettikleri varlıkların toplam büyüklüğünün yaklaşık 100 milyar TL'ye ulaştığı düşünülürse, az miktardaki GYO pay senetleri dışında gayrimenkul yatırımları bulunmamaktadır. GYF'lerin yeni bir rol üstlenerek sektördeki bu boşluğu doldurmasını bekliyoruz. GYF'ler ile GYO'lar arasında en önemli farkları ise aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:



Mehmet Ali Ersarı
Genel Müdür Yardımcısı
AK Portföy Yönetimi A.Ş.

- Bir yatırımcı GYF'ye yatırım yapmak istediğinde fon, yatırımcı için yeni katılma belgeleri (katılma payı) ihraç eder. Yatırımcı, GYF'deki yatırımını itfa etmek isterse, fon; yatırımcının katılma belgelerini geri alır. GYO'lar ise pay sayıları sabit olduğundan, gayrimenkul yatırım ortaklığı paylarını almak ve satmak isteyen yatırımcı, bu payları borsada kendisine satacak veya kendisinden alacak başka bir yatırımcı bulmak zorundadır.
- GYO'ların pay alım satım fiyatları borsada serbest piyasa koşulları altında belirlenmekte olup, piyasa fiyatları ortaklığın elinde tuttuğu gayrimenkul portföy değerlemelerine göre ciddi iskonto ve dalgalanmalara maruz kalabilmektedir. Yatırımcıların GYF paylarını alım satımlarına baz teşkil eden fiyatlar ise GYF'nin elinde tuttuğu gayrimenkul portföy değerlemelerini, dolayısıyla gayrimenkul piyasasının fiyat dinamiklerini birebir ölçekte yansıtmaktadır.
- Genel itibarıyla GYO'lar sıklıkla düşük temettü dağıtmayı ve GYO'nun büyümesine öncelik vermeyi tercih etmekte ve yatırımcılarının kazancı borsadaki fiyat hareketleriyle sınırlı kalmaktadır. GYF'lerin elde ettikleri tüm kar ve varlıkların değer artışı fon

portföy değerine aynen yansır ve yatırımcılar katılma belgelerini fona iade ettiklerinde yatırımlarının karşılığı olan tüm kârı eksiksiz olarak tahsil edebilir. Katılma belgesi sahipleri ayrıca hisse senedi piyasası kaynaklı fiyat değişimlerinden etkilenmeyeceklerdir.

Türkiye'de genel olarak gayrimenkule dayalı birçok fırsat bulunmaktadır. Ancak bize göre, özellikle şeffaflığın az olması sebebiyle bu ürünler doğru fiyatlanmamaktadır. Buna ilişkin olarak, doğru verilerin elde edilmesi, işlenmesi ve saklanması gibi konularda gayrimenkul çevrelerinin bir araya gelmesini ve böylece sektörün daha ileri gitmesini desteklemekteyiz.

Ak Portföy olarak ülkemiz sermaye piyasaları ve yatırımcılarının en kısa sürede "Gayrimenkul Yatırım Fonları" ile tanışması için yoğun olarak çalışmalarımızı yürütüyoruz. Bu yeni varlık sınıfına ilişkin heyecanımızı, geçtiğimiz Haziran ayında Sermaye Piyasası Kurulu ve gayrimenkul sektörü temsilcilerinin bulunduğu "Bir Yıldız Doğuyor; Yepyeni Bir Varlık Sınıfı: Gayrimenkul Yatırım Fonları" konulu konferansımız ile kamuoyuyla paylaştık.

İlk gayrimenkul fonumuz ile birlikte, sektör ve pazarın da büyümesini istemekteyiz. Özellikle sektörde başka emeklilik ve yatırım fonları aracılığıyla oluşacak olan kurumsal talep nedeniyle gelecekte GYF'ler için ciddi büyüme olanaklarını bekleyebiliriz. Bu kapsamda başta Sermaye Piyasası Kurulu'nun katkısı olmak üzere; çeşitli platformlarda, bu yeni varlık sınıfını yatırımcılar ile nasıl daha etkin bir şekilde bir araya getirebileceğimiz ve bu ürünün gelişimine yönelik konuları gayrimenkul sektörünün önemli oyuncularını ile birlikte sürekli olarak değerlendirmekteyiz.

Bu dönemde ilk ürün olmasının getirdiği bazı zorluklar da yaşadık.

Bu fonların muhasebe standartları gibi diğer yatırım fonlarından farklı olan birçok teknik konu üzerinde yoğun olarak çalıştık. Birçok konuda önemli mesafeler aldık, kalan detayların da önümüzdeki süreçte tamamlanmasını bekliyoruz. Ayrıca GYF'ler tüzel kişiliğe haiz olmayan yapılardır, ancak gayrimenkullerle ilgili tapu işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi açısından sınırlı olarak tüzel kişiliğe sahip sayılırlar. Dolayısıyla, tapu dairelerinde gayrimenkul yatırım fonları ile ilgili işlemlerin nasıl gerçekleşeceğine dair bir genelge yayımlanması da gerekebilir. Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu'muzu açık uçlu ve süresiz olarak tasarladık. 26 Ekim 2015 tarihinde Kurul'dan içtüzük onayımızı aldık. İhraç Belgesi ve Yatırımcı Bilgi Formu başvurularımızı Kurul'a yapmış olup, onay bekliyoruz. Bu ilk fonumuzu, yatırımcıların yılda iki defa giriş/çıkış yapabileceği şekilde kurguladık. Bu fonumuzun başta ticari gayrimenkuller olmak üzere piyasada diğer gayrimenkul türlerinde oluşacak fırsatlardan da yararlanmasını ve yatırımcıların risk/getiri profilinde önemli bir araç olmasını hedefliyoruz. Piyasanın büyümesi ile birlikte, önümüzdeki süreçte daha spesifik fonlar, örneğin; arsa, hastane, şehir fonları gibi ürünler de gündeme gelecektir.

“Yatırımcılar tek ve görece daha küçük bir gayrimenkule yatırım yapmaktansa, GYF ile profesyonelce çeşitlendirilmiş ve daha büyük ölçekli bir portföye vergi avantajları ile birlikte yatırım yapma fırsatını da yakalamış olacaklardır.”

24 GPYŞ Primo Gayrimenkul Yatırım Fonu

Gayrimenkul ve finans sektörlerini bir araya getiren bu fonlar, özellikle ülkemiz için büyük önem arz eden gayrimenkulü daha profesyonel bir anlayışla ele almaktadır. Gayrimenkul yatırım fonlarının hem sektör hem de yatırımcı açısından birçok avantajı bulunmaktadır. Yatırımcının bireysel olarak yapacağı yatırım, sadece kendi alım gücü ile sınırlı iken, birikimini fona katmakla birlikte yatırımcılar fon büyüklüğünün alım gücüne sahip olmuş olmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 30 Ocak 2014 tarihinde yayınlanan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile gayrimenkul yatırım fonlarının kurulmasına, nitelikli yatırımcılara satılmasına ve faaliyetlerine ilişkin esaslar hukuki zemine oturtuldu. Bu tebliğ ile birlikte finans sektöründe yeni bir ürün tanımlanmış oldu.

Gayrimenkul yatırım fonları kısaca, bireysel tasarrufların bir araya getirilmesi ve toplu olarak profesyonel kişilerce gayrimenkul yatırımlarında değerlendirilmesini sağlayan kurumsal bir yapıdır. Yatırımcıların sahip olduğu fon payları, Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda takip edilecek, fonun varlıkları ise SPK mevzuatına uygun olarak lisanslandırılmış saklama hizmeti veren kuruluşlar tarafından saklanacaktır. Saklama kuruluşları fon malvarlığının korunmasından sorumlu olup, fon adına tapuda yapılacak işlemler ancak saklayıcı kuruluşun nezaretinde gerçekleştirilebilecektir. Ayrıca fondan yapılacak harcamalar da saklayıcı kuruluş tarafından denetlenecektir. Zaten fonun malvarlığı Gayrimenkul Portföy Yö-

netim Şirketinin (GPY) veya saklayıcı kuruluşun malvarlığından ayrı olup, GPY şirketinin veya saklayıcının iflas etmesi, yönetim ve denetimlerinin kamu kuruluşlarının eline geçtiği durumlarda dahi fon malvarlığı haczedilemez, üzerine tedbir konamaz ve fon malvarlığı iflas masasına dahil edilemez.

Bu tebliğ ile Türkiye'de yeni bir şirket modeli tanımlanmış oldu, bu da Gayrimenkul Portföy Yönetim Şirketleri. SPK tarafından kuruluşuna ve faaliyetine izin verilen bu şirket modeli Gayrimenkul Yatırım Fonlarını kurmak ve yönetmek üzere kurulabilmektedirler.

Tebliğin yürürlüğe girmesiyle birlikte, yurtdışı uygulamalarından dolayı yakından tanıdığımız Gayrimenkul Yatırım Fonlarını Türkiye'de kurabilmek için gerekli çalışmalara başladık. Öncelikle kuracağımız ve yöneteceğimiz Gayrimenkul Yatırım Fonları için, 24 Gayrimenkul Portföy Yönetim Şirketi'ni (24 GPYŞ) kurduk. Yeni bir PYŞ modeli olan bu şirket yapısı için SPK'nın belirlediği şartlara kısa sürede uyum sağlayan yapıyı oluşturduk. SPK'dan, önce kuruluş iznimizi ardından da faaliyet iznimizi alarak GYF kurabilecek noktaya geldik.

Yurtdışında yaygın bir uygulama alanına sahip Gayrimenkule Dayalı Fonlar, bulunduğu ülkenin gayrimenkulü ne tür bir piyasa aracı olarak tanımladığına göre dahi çeşitlilik göstermektedir. Türkiye'de kurulmasına izin verilen Gayrimenkul Yatırım Fonları yurtdışı örneklerinin sadece bir kısmına denk düşmektedir.

Tebliğin yayınlanmasıyla start aldığımız süreçte, karşımızda geçilmesi gereken iki aşama yer alıyordu. Bunlardan birincisi GPYŞ'nin kurulması, ikincisi ise GYF'nin kurulması. Bu iki aşamadan ilki olan GPYŞ'nin kuruluş ve faaliyet iznini alma süreci bir yıla yakın sürdü. Bu süre SPK'nın belirlediği şartların sağlanması, yönetim yapı ve ilkelerinin belirlenmesi ve SPK tarafından bunların denetlenip onay süreçlerinden oluşmaktadır.

Biz bu süreci yaşantılarken, bir yandan da kurmayı hedeflediğimiz fonlar üzerine çalışmalarımıza başlamıştık. Fonların profesyonelleşeceği alanlar (örneğin arsa, ticari üniteler ya da konut gibi), hitap edeceği nitelikli yatırımcı kesimi (yani kısa süreli gelir bekleyen yatırımcılar mı yoksa uzun vadede daha yüksek gelir elde etmek isteyen yatırımcılar mı), fonların süreleri, giriş çıkış koşulları gibi birçok parametre



Erdem Güler
Genel Müdür
24 Gayrimenkul Portföy
Yönetim Şirketi A.Ş.

üzerine senaryolar hazırladık. Kurulduğumuz fonların karşılaşılabileceği her türlü durumu gerek gayrimenkul sektörünün kendine has dinamikleri özelinde, gerekse finansal piyasalardan gelen yatırımcının alışkanlıkları özelinde simüle etmeye çalıştık. Üzerine düşündüğümüz her koşul, fonların stratejilerine yön verdi.

Bu stratejiler sonunda ilk fonumuzu giriş çıkışa serbest ve orta vadede gelir getirisi yüksek gayrimenkul alım satımına yönelik bir model üzerine oluşturduk. Fonun iç tüzüğü ile ilgili çalışmalar onay süreciyle birlikte yaklaşık dört ay sürdü. SPK tarafından kuruluş izni verilen, Primo adını verdiğimiz bu ilk fonun ihraç belgesiyle ilgili çalışmaları devam ediyor. Primo'nun ardından yine farklı alanlarda profesyonelleşecek fonlarla ilgili çalışmalarımız sürüyor.

Gayrimenkul ve finans sektörlerini bir araya getiren bu fonlar, özellikle ülkemiz için büyük önem arz eden gayrimenkulü daha profesyonel bir anlayışla ele almaktadır. Gayrimenkul yatırım fonlarının hem sektör hem de yatırımcı açısından birçok avantajı bulunmaktadır. Yatırımcının bireysel olarak yapacağı yatırım, sadece kendi alım gücü ile sınırlı iken, birikimini fona katmakla birlikte yatırımcılar fon büyüklüğünün alım gücüne sahip olmuş olmaktadır. Örneğin yatırımcı bireysel olarak bir AVM'de

ticari bir ünite bile alamıyorken, fona katıldığında fonun alım gücü sayesinde değil sadece bir ticari ünitenin sahibi olmayı, içerisinde yüzlerce ticari ünite bulunduran o AVM'nin sahibi olma şansına erişmektedir. Bu da göstermektedir ki yatırımcılar fona katıldıklarında bireysel olarak yatırım yapılamayan büyük ölçekli ve daha verimli gayrimenkullere yatırım yapma imkanı elde etmiş olmaktadır.

Bu imkanlar vergi avantajları ile birleştirildiğinde gerçek ve tüzel kişiler için fonlar daha cazip hale gelmektedir. Kurumlar vergisinden muaf olan ve diğer vergi türleri için de belirli avantajları barındıran fonlar, yerli ve yabancı yatırımcılar için teşvik yaratmaktadır.

Özellikle yabancı yatırımcıların güvenle yatırım yapmaları açısından, Türkiye' de böyle bir aracın varlığı ve bu aracın SPK denetiminde olması, yapılacak yatırım beklentisini yükseltmektedir. Vergi harcamaları kadar gayrimenkul yatırımlarında diğer önemli gider kalemlerini; tapu harçları, eğer yatırımcı bireysel olarak yaptığı yatırımdan zamanla vazgeçmek isterse, yatırım yaptığı gayrimenkulün satılması sürecinde oluşan komisyon, danışmanlık gibi giderler oluşturmaktadır. Bu zahmetli sürecin tamamlanmasının ardından ise satış sürecinde, dışarıdan alınan bu hizmetler karşısında yatırımcı mali yükümlülüklerle karşı karşıya kalmaktadır. Ancak yatırımcıyı fona yapan yatırımcı fondaki payından vazgeçip ayrılmak istediğinde, bireysel olarak karşılaştığı bu zahmetli ve maliyetli süreçle uğraşmayacak, ya fon iç tüzüğünde belirtilen şartlar ışığında ya da payını devrederek fondan kolaylıkla ayrılabilir. Özellikle acil nakde ihtiyacı olan yatırımcı, çoğu kez sahip olduğu gayrimenkulü ederinden çok daha aza satmak zorunda kalmaktadır. Oysa aynı yatırımcı acil nakde ihtiyaç duyduğunda fondan çıkış yaparak

nakit ihtiyacını karşılayabilecektir. Üstelik yukarıda belirtilen masrafları ödemek zorunda kalmadan payını alarak fondan ayrılabilir. Aynı zamanda, zamandan tasarruf sağlayacak; alım, satım, kiralama, tahsilat, alacakların takibi, imar süreçlerinin takibi, işlemlerin muhasebeleştirilmesi, vergi yükümlülüklerinin takibi gibi tüm bu süreç ve sorumluluklarla fonun yöneticisi görevli olacak, yatırımcıların bu işlere ayrı ayrı vakit ayırmasına gerek kalmayacaktır.

Ülkemizde gayrimenkul yatırımları, arzın ve alternatifin fazla olması sebebiyle uzman görüşü gerektiren yatırımlardır. Fonlarda uzmanlık, kriterleri SPK tarafından belirtilmiş yüksek bilgi ve tecrübeyle sahip profesyonellerden oluşan "Yatırım Komitesi" tarafından yönetilmektedir.

Gelişmekte olan ve de kısa, orta, uzun vadede gelişecek olan bölgeleri iyi analiz eden, gayrimenkul sektöründeki trendleri takip eden, ihtiyaçları iyi bilen ve getirisi yüksek gayrimenkullere hakim bu profesyoneller yatırımcıların fondaki birikimlerini en doğru şekilde değerlendirmektedirler. Böylelikle yatırımcı fona yatırım yaptığında; kazanç süresi tespit edilmiş, risk analizi yapılmış ve getirisi çok yüksek gayrimenkullerin olduğu bir yapıda birikimini değerlendirmiş olacaktır. Bu yatırımlar fon stratejisine göre çeşitli gayrimenkullere gerçekleştirilecektir ve bu çeşitlilik farklı segmentlerdeki yüksek gelirden istifade etmenin yanında, riskin dağıtılması prensibine uygunluğuyla da yatırımcının birikimini korumuş olacaktır. Burada riski dağıtmak ve yatırımcının güvence altına alınmaya çalışılması fonun temel prensiplerindedir.

Zaten kurucu ve portföy yöneticisi, fon malvarlığını yatırımcı lehine ve yatırımcının çıkarını gözeterek şekilde, portföy yönetim tebliğinde yer alan düzenlemeler çerçevesinde, Kanun, SPK Tebliği, içtüzük hükümleri ve ihraç belgesinde belirlenen yönetim ilkelerine göre yönetir. Fon yönetim hizmeti, SPK tebliği ışığında; teftiş, iç kontrol, risk yönetimi, lisanslı değerlendirme, bağımsız denetim gibi şeffaf ve üst düzey ihtimam gerektiren mekanizmalarca verilir.



RİSK YÖNETİMİ MODEL EKSİKLİKLERİ İLE PORTFÖY YÖNETMEK

2008 ABD finansal krizi ile birlikte risk yönetiminde yapılan temel hatalar, son 15 yılda geliştirilerek uygulanan birçok risk yönetimi modelinin yetersizliği, elde edilen isabetsiz risk tahminlemeleri ve portföy zarar sonuçları ile kendini ispatlamış bulunmaktadır.

Markowitz'in "Portföy Seçimi" teorisi ile 1951 yılında temelleri oluşturulan Portföy Risk Ölçümlemesi, 1958 yılında Modigliani-Miller tarafından Finansal Risk Ölçümü teorisi ile daha da geliştirilmiştir. Sharpe 1964'te, Lintner 1965 yıllarında oluşturdukları "Sermaye Varlıklarının Fiyatlanması"(CAPM) Modeli ile finans profesyonellerini " " Beta kavramı ile tanıştırmıştır. 1973 yılında Black&Scholes ve Merton tarafından geliştirilen "Opsiyon Fiyatlama Modeli" ile de, portföyler içerisinde

beklenen getirisi lineer olmayan finansal estrümanların fiyatlanabilmesinin imkanı oluşturulmuştur. 1995 yılında J.P.Morgan tarafından ortaya çıkarılan "Riske Maruz Değer"(Value at Risk) ve "Riske Duyarlı Sermaye Getirisi" (RaROC) yöntemleri portföy yönetiminde risk ölçümleme tekniklerinin geliştirilmesine öncü olmuşturlardır. 1980'li yılların ortalarına kadar portföylerde finansal risklerin nominal portföy büyüklükleri üzerinden ölçülmesi ile başlayan finansal risk yönetiminin en yalın ve basit şekli, 1990'lı yılların sonlarından itibaren piyasaya göre günlük/anlık (MtM) portföy değerlemeleri ile birlikte

simülasyon bazlı ileriye dönük portföy değerlemesi ve risk ölçümlerine doğru bir evrim geçirmiş bulunmaktadır. Finans mühendisliği alanından gelen stokastik gelişmiş modeller aracılığı ile analitik portföy risk ölçümleme teknikleri üzerinden gelişmiş risk ölçümleri, 2000'li yılların başlarından itibaren finans/risk profesyonellerince popüler bir şekilde kullanılmıştır. 2008 ABD finansal krizi ile birlikte risk yönetiminde yapılan temel hatalar, son 15 yılda geliştirilerek uygulanan birçok risk yönetimi modelinin yetersizliği, elde edilen isabetsiz risk tahminlemeleri ve portföy zarar sonuçları ile kendini ispatlamış bulunmaktadır. Geçtiğimiz



Doç. Dr. Evren Bolgün
Ekonomist

yedi yıl içerisinde elde edilen, temel risk yönetimi hatalarını kısaca aşağıdaki şekilde ifade edebiliriz:

1) Tarihsel Verilere Güvenmek:

Portföy risk ölçüm modelleri geriye dönük veriler ile çalışmaktadır. Fiyatların uzun süre sürekli yükseldiği veya uzun süre düştüğü ortamlarda, tek yönlü veriler üzerinden risk ölçümlemesi yapmak potansiyel risk düzeyini eksik göstermektedir.

2) Kısa Vadeli Risk Ölçümlemesine Odaklanmak: Günlük risk ölçümlemesi yapmak, 10 günlük maksimum likiditasyon tahmini ile modellemek yetersiz sonuçlar üretebilmektedir.

3) Tahmin Edilebilir Riskleri Gözardı Etmek:

Rusya piyasasındaki kurumsal yatırımcıların Ruble riskini Rus Bankaları üzerinden korumaya çalışmış olmaları kredi riskini gözardı ederek, pozisyon ayarlama dengesizliğini tecrübe etmeleri ile sonuçlanmış bulunmaktadır. Merrill Lynch Kredi Temerrüt Takası (CDS) pozisyonlarını Morgan Stanley üzerinden alınan ters pozisyonlar ile kredi risk azaltımına gitmek, portföy korelasyonu etkisinin gözardı edilmesi ile sonuçlanmıştır.

4) Örtülü Riskleri Gözardı Etmek:

Kurumlar risklerin raporlanmaması eğilimini tercih etmektedir. Trader'ların bir çoğu "Kar" odaklı raporlar

üretirken, "Zarar" raporlamaları Operasyon/Yönetim Raporlama Birimleri (MidOffice) tarafından gerçekleştirilmiştir. Risk yönetimi birimlerinin yönetim karar alma süreçleri içerisinde etkisiz bir şekilde işlerini yapan pasifize birimler olarak sadece risk raporlamaları üzerinden uzun bir müddet çalışmış olmaları, yönetimsel ve kültürel bir problem olarak tecrübe edilmiş bulunmaktadır.

5) İletişim Kaybı: Risk yöneticileri doğru iletişim kanallarını kullanmazlar ise, risk yönetim sistemleri hiçbir işe yaramayacaktır.

6) Risklerin Gerçek Zamanlı Olarak Yönetilmemesi: Portföy riskleri sürekli ve düzenli bir şekilde izlenmelidir.

Risk yönetimi alanında yukarıda kısaca ifade ettiğim temel hataların haricinde, finans teorilerinden gelen ampirik varsayımların da günümüz piyasa koşullarında anlamsızlaştığı bir başka bilinen önemli bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır.

Örneğin Etkin Sınır varsayımlarına göre;

Yatırımcılar, sadece getirilerin ortalamalarına ve varyanslarına bakarak yatırım kararlarını verirler. Yatırımcıların piyasalarda taşıdıkları pozisyon risk artırımı veya azaltımlarında, sürekli rasyonel davranmaya çalıştıklarını düşünmek mümkün değildir. Hisse senedi piyasalarında %75 düzeyindeki işlemlerin robotik algoritmik modeller ile yürütüldüğünü dikkate aldığımızda, etkin sınır temel varsayımının bir anlamı kalmamaktadır.

Yatırımcılar her zaman daha yüksek ortalama getiri ve daha düşük varyansı tercih ederler. Riskten kaçınan yatırımcı eğiliminin genel ortalamayı teşkil ettiğini varsayacak olmamız bile, yatırımcıların günümüzde enstrüman korelasyonlarının topluca ve ani bir şekilde birlikte hareket etmeleri karşısında optimum portföy risk/getiri denge ayarlaması yapabileme imkanları büyük

ölçüde kısıtlanmış bulunmaktadır.

Finansal getiriler normal dağılmaktadır. Son 15 yıl içerisinde yaşanan türbülanslar, finansal krizler ve risk on/off şeklindeki 3-4 ayda bir gözlemlenen risk iştah değişim tecrübeleri neticesinde, bugün en anlamsız bir varsayım olduğunu söylemek mümkündür.

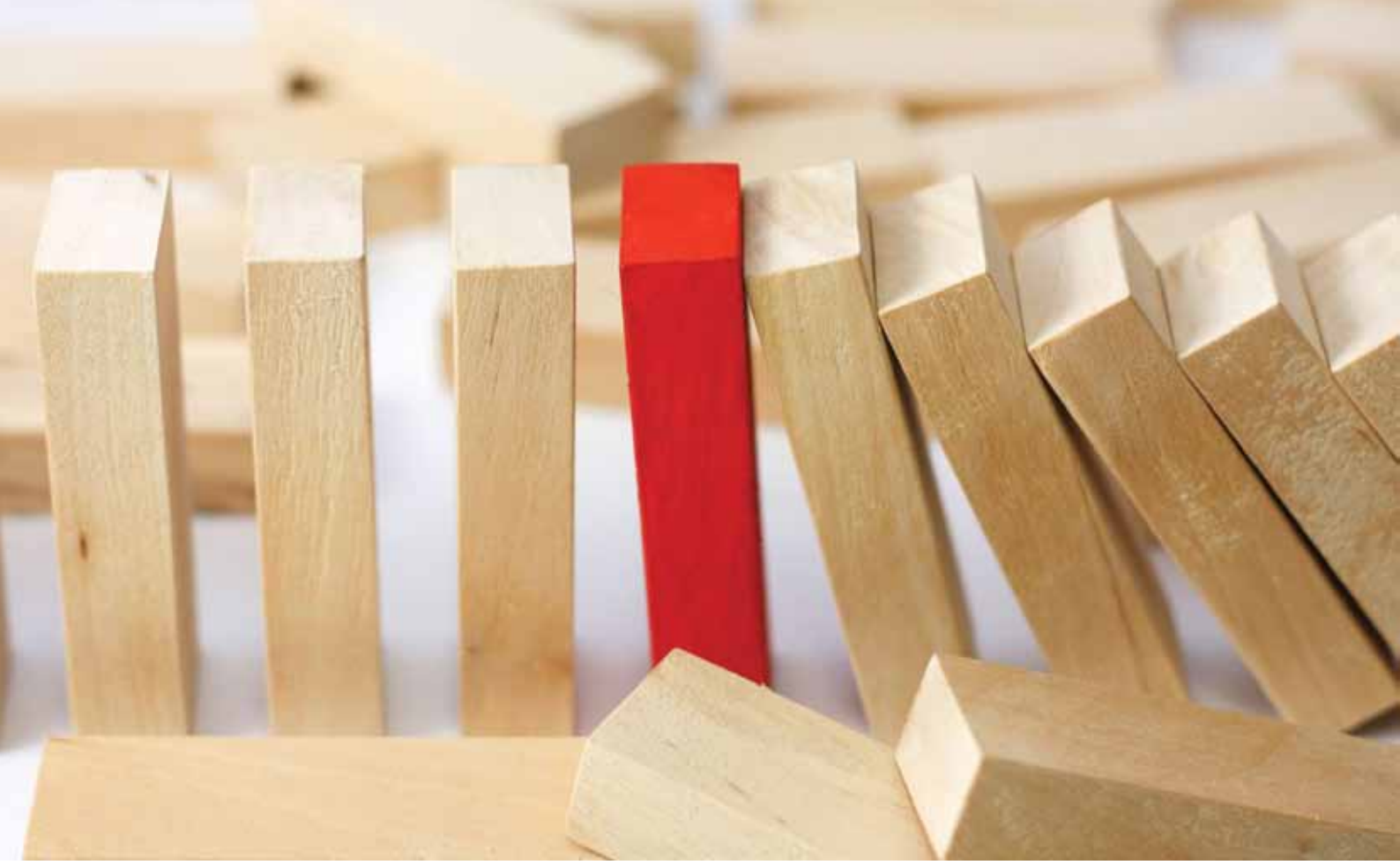
Açığa Satışlar Serbesttir. Fakat ani türbülans ve finansal kriz dönemleri içerisinde serbest olmadığını söylemek mümkündür. Kaldıraçlı finansal pozisyonlarda bu şekilde açığa satış yasaklamaları ile pozisyonlarda yakalanmamak aşırı bir tecrübe gerektirmektedir.

Varlık alım ve satımlarında, işlem maliyetleri, düzenlemeler ve vergiler etkisizdir. Günümüzde bir diğer anlamsız gözükken bu varsayım da, kurumsal yatırımcılar için önemli bir husustur. Ülkeler arası regülasyon açıklarından yararlanarak arbitraj imkanı yaratmak üzerine ayrı finansal birimler oluşturularak, önemli tecrübeler elde edilmiş bulunmaktadır.

Sonuç olarak, portföy yönetimi stratejileri içerisinde Jesse Livermore'un yatırım anlayışındaki şu temel tespitleri unutmadan dengeli portföy oluşturmak yararlı olabilir.

- 1) Sermaye piyasalarında yeni olan bir şey yoktur.
- 2) Piyasa asla yanlış değildir ama piyasa hakkındaki görüşler genellikle yanlıştır.
- 3) Piyasa düşüyor diye alım yapma, piyasa yükseliyor diyerek satış yapma.
- 4) Asla zararlarının ortalamasını (Paçallama) yapma.
- 5) Piyasada olan her büyük hareketin nedenini öğrenmeye çalışma.

Son Söz: "Başka yatırımcıların hatalarından yararlan, tüm yanlışları kendi başına yapacak kadar uzun bir ömrün olmayacaktır. Ayrıca kendi hatalarından dersler çıkarmak daha az sancılı olacaktır."



Risk Yönetiminin Yatırım Kararlarına Katkısı

Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber, portföy yönetimi ile daha yakın olmayı gerektiren bir risk yönetimi departmanını zorunlu kılıyor. İş Portföy Yönetimi'nde risk yönetimi bölümü bunu sağlayabilmek adına portföy yönetimi bölümleri ile düzenli toplantılar gerçekleştiriyor. Bu toplantılarda çeşitli varlık grupları için gerçekleşen volatiliteler, örtük volatiliteler gibi takip edilen piyasa göstergeleri yorumlanıyor.



Doç. Dr. Mehmet Horasanlı
Risk Yönetimi, İç Kontrol ve Performans
İzleme Müdürü
İş Portföy Yönetimi A.Ş.

Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) tarafından ilki 4 Haziran 2014'te düzenlenen VİOP Risk Yönetimi Konferansı'nın ikincisi 17 Kasım 2015 tarihinde Türkiye İş Bankası sponsorluğunda Borsa İstanbul Konferans Salonu'nda gerçekleşti. Konferansta sektör profesyoneli bankacı ve reel sektör temsilcileri risk yönetim uygulamaları hakkında bilgi verirken, çeşitli kurumlardan katılan akademisyenler de katkıda bulundu. Konferansta risk yönetimi pratikleri "Risk nedir?", "Bankacılık Sektöründe Risk Yönetimi", "Finansal Kuruluşlar ve Kurumsal Yatırımcılar Açısından Risk Yönetimi", "İslami Ürünlerle Risk Yönetimi", "Enerji ve Demir Çelik Sektörlerinde Risk Yönetimi" ve "Reel Sektör Şirketleri Özelinde Döviz Riski Yönetimi" başlıklı altı farklı oturumda ele alındı. Benim de konuşmacı olduğum

"Finansal Kuruluşlar ve Kurumsal Yatırımcılar Açısından Risk Yönetimi" başlıklı oturumda, Türkiye İş Bankası Genel Müdür Yardımcısı İlhami Koç'un moderatörlüğünde Ak Portföy Genel Müdür Yardımcısı Ertunç Tümen ve AZ Notus Portföy Kurucu Ortağı Murat Sağman ile birlikte sektörün risk yönetim pratiklerinin ele alındığı bir oturum gerçekleştirdik. Bu oturumda portföy yönetimi şirketlerinin portföy riski yönetim metotlarını, Türkiye'de finansal piyasaların regülasyonunda yaşanan değişimlerin portföy yönetimi şirketlerinin risk yönetim biçimlerine etkisini ve portföy yönetim şirketlerinin risk yönetim pratiklerinde türev ürünlerin yerini değerlendirdik.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber kapsamında yaptığı düzenlemelerin hayata geçmesi ile birlikte Portföy Yönetimi Şirketleri'nde Risk Yönetimi alanında değişim gözlemlemekteyiz. Daha önce sadece belirli fon büyüklüğüne ulaşmış şirketlerde en iyi gayret esası ile Risk Yönetimi alanında birtakım faaliyetler gerçekleştirilirken, 2015 yılının Temmuz ayından itibaren standartlar ve raporlamalar alanında regülasyona tabi olunan bir dünyaya adım atılmıştır. Portföy Yönetim Şirketleri'ne İlişkin Esaslar Tebliği, yönetilen portföy büyüklüğü 100 milyon TL'nin üzerinde olan portföy yönetim şirketlerinin fonlarda maruz kalınan risklerin tanımlanmasını, tanımlamaların gözden geçirilerek güncellenmesini ve maruz kalınan risklerin tutarlı bir şekilde ölçülmesini sağlayacak bir Risk Yönetimi Sistemi'nin kurulma-

sını zorunlu kılmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Rehber ve Yatırım Fonları Tebliği'nde yaptığı yeni düzenlemelerin daha aktif bir portföy yönetimini sağlamak amacıyla yapıldığını düşünmekteyiz. Rehber Madde 3a'da da belirtildiği üzere, Fon Tebliği'nin 6'ncı maddesi kapsamında fon türlerine ilişkin kontrolde asgari %80 oranının, spot piyasada yapılan yatırımlarla kontrol edilmesi gerektiği belirtilmektedir. Bununla birlikte Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği madde 17-1a'ya göre, "Fon toplam değerinin %10'undan fazlası bir ihracının para ve sermaye piyasası araçlarına ve bu araçlara dayalı türev araçlara yatırılmaz." ifadesi yer almaktadır. Dolayısıyla bir fon yöneticisi, herhangi bir ihracçıya ait hisse senedine spot piyasada portföyünün %16'sı oranında yatırım yaptıktan sonra, future sözleşmede teorik fiyat sebebiyle daha yukarıda bir seviyeden %6 oranında satış yapabilecektir. Bu durum iç kontrol tarafından bir ihlal olarak değerlendirilmeyecektir.

- ▶ Temmuz 2015 öncesi:
Strateji alt bant \leq Spot oran \pm
Türev oran \leq Strateji üst bant
- ▶ Temmuz 2015 sonrası:
Spot oran \geq %80
Toplam kaldıraç oranı \leq Toplam kaldıraç limiti

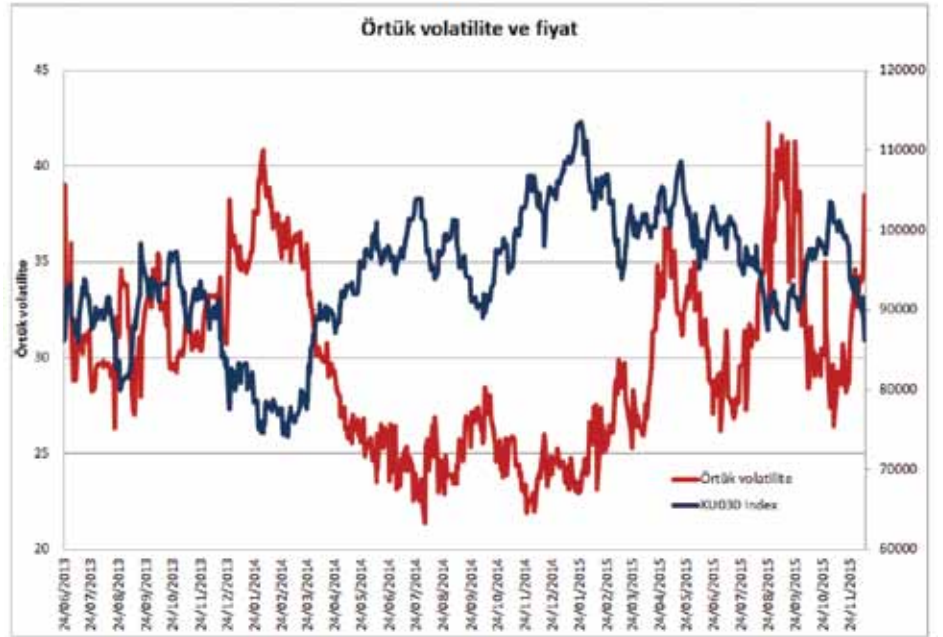
Rehber'in 4.4 maddesinde yer alan "Risk Yönetimi tarafından üretilen sonuçlar (Stres testi sonuçları, standart yöntem ve RMD yöntemi tarafından üretilen sonuçlar

“ Portföy Yönetim Şirketleri’ne İlişkin Esaslar Tebliği, yönetilen portföy büyüklüğü 100 milyon TL’nin üzerinde olan portföy yönetim şirketlerinin fonlarda maruz kalınan risklerin tanımlanmasını, tanımlamaların gözden geçirilerek güncellenmesini ve maruz kalınan risklerin tutarlı bir şekilde ölçülmesini sağlayacak bir Risk Yönetimi Sistemi’nin kurulmasını zorunlu kılmaktadır. ”

vb) fonun yatırım kararlarının alınma sürecinde dikkate alınmalıdır.” ifadesi, portföy yönetimi ile daha yakın olmayı gerektiren bir risk yönetimi departmanını zorunlu kılmaktadır. İş Portföy Yönetimi’nde bunu sağlayabilmek adına portföy yönetimi bölümleri ile düzenli toplantılar gerçekleştirilmektedir. Bu toplantılarda çeşitli varlık grupları için gerçekleşen volatiliteler, örtük volatiliteler gibi takip edilen piyasa göstergeleri yorumlanmaktadır. Dolayısıyla, Sermaye Piyasası Kurulu’nun belirlediği içerik ve standartlardaki raporlamalar minimum gereklilik olarak kabul edilmekte ve bunun üzerinde getiriye pozitif katkı sağlamak amacıyla çeşitli analizler yapılmaktadır. Burada risk yöneticilerinin fayda sağlayabileceği en önemli bilgi,

örtük volatilitenin gerçekleşen volatilitenin öncüsü olması ve volatiliteler ile fiyat arasında ters yönlü bir ilişki bulunmasıdır. Dolayısıyla örtük volatilitedeki değişim takip edilerek, fiyat hakkında çıkarımlarda bulunmak mümkündür.

Aşağıdaki grafikte iShares Türkiye ETF’i fiyat seviyesi örtük volatilitesi ile birlikte çizdirilmektedir. Görüldüğü üzere volatilitenin yükseldiği dönemlerde fiyat aşağı gelmekte, tersine volatilitenin düştüğü dönemlerde ise endekste yükseliş görülmektedir. Örtük volatiliteler gerçekleşen volatilitenin öncüsüdür ancak piyasa zamanlaması yapmak mümkün değildir. İncelenen dönemde bir olayın gerçekleşmemiş olması, gelecekte de gerçekleşmeyeceği anlamına gelmez.

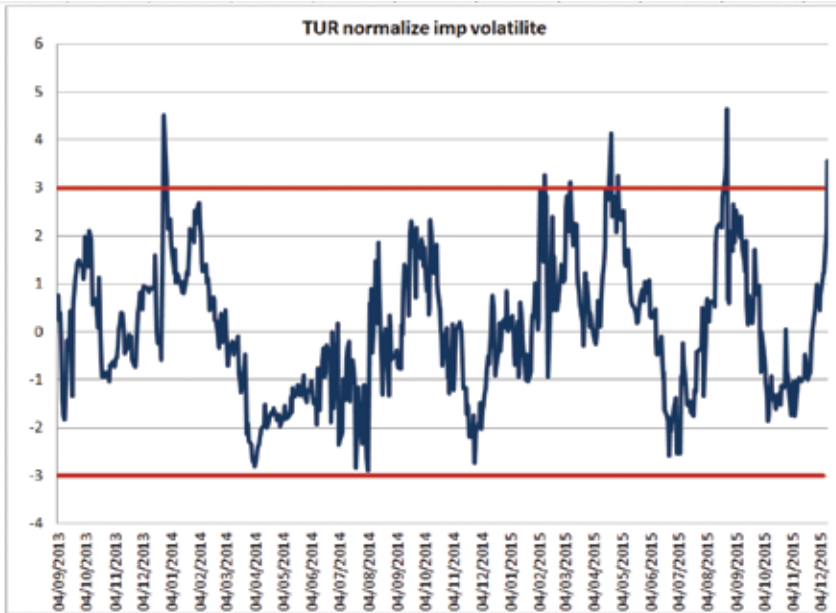


Grafik 1: iShares Türkiye ETF’i örtük volatiliteler ve fiyat değişimi

Grafik 1'de gösterilen örtük volatilitiyi piyasa zamanlaması yapabilir hale getirebilmek için normalizasyondan faydalanılmaktadır. Normal dağılım ortalama ve standart sapma olarak iki parametre ile tanımlanabilmektedir. Bu nedenle eldeki serinin belirli bir periyotta ortalama ve standart sapması kullanılarak, normalize edilmesi gerekmektedir. $(z=(x-ort)/std.sapma)$ Bu haliyle elde edilen z değeri standart normal dağılımdan kaç standart sapma uzakta olduğumuz bilgisini bize sağlamaktadır. Standart normal dağılım için olayların %99,7'si üç standart sapma uzaklıklar aralığında bulunur. Geriye dönük testin yeterince geçmişe dönük yapılması belirli tarihlerde kaç standart sapma olayının gerçekleştiğini görmemize olanak sağlayabilecektir.

Grafik 2, bir önceki grafikten farklı olarak normalize edilmiş örtük volatilitiyi vermektedir. Bu grafikte üst bant örtük volatilitenin çok yükseldiği (fiyatta belirli geri çekilmenin yaşandığı) alım bölgesi iken alt bant, örtük volatilitenin çok düştüğü (fiyatta belirli bir yükselmenin yaşandığı) satım bölgesi olarak yorumlanabilir.

Bu gibi örnekler yatırım evrenindeki verisine ulaşılabilen tüm varlıklar için uygulanmalı ve bu tip analizlerden elde edilen grafikler anında portföy yönetimi bölümleri ile paylaşılmalıdır. Böylelikle Risk Yönetimi bölümleri, sadece limit koyan, sınırlayan ve kontrol eden değil; yatırım kararlarının oluşmasına katkıda bulunan bir fonksiyon haline gelecektir.



Grafik 2: iShares Türkiye ETF'i normalize örtük volatilité

“ Risk yöneticilerinin fayda sağlayabileceği en önemli bilgi, örtük volatilitenin gerçekleşen volatilitenin öncüsü olması ve volatilité ile fiyat arasında ters yönlü bir ilişki bulunmasıdır. Dolayısıyla örtük volatilitédeki değişim takip edilerek, fiyat hakkında çıkarımlarda bulunmak mümkündür. ”



Belçika portföy yönetimi sektörünün büyüklüğü GSYİH'nin %65'i

*The Belgian Asset Managers Association (BEAMA)
Belçika'da kurumsal yatırımcıların gelişimi ve çalışmaları
konusunda Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını cevaplandırdı.*

Kurumsal yatırımcıların Belçika ekonomisi için önemi ve rolünü açıklar mısınız? Mevcut büyüklükleri nedir?

Belçika'da üçüncü kişiler için yürütülen portföy yönetimi büyük-

lüğü 2014 yılı sonunda 257.3 milyar Euro düzeyine erişti. Bu rakama bireysel ve kolektif portföy yönetimi dahildir.

- ▶ Belçika'dan yürütülen kolektif portföy yönetimi 118.2 milyar Euro;
- ▶ Belçika'dan yönetilen bireysel varlıklar (yüklenimler ve yatırım danışmanlığını kapsıyor) 139.1 milyar Euro'ya ulaştı. Bu, üçüncü taraflar için yöneti-

len portföyün Belçika GSYİH'nin yüzde 65.4'ünü temsil ettiği anlamına gelmektedir. Böyle bir oran da Belçika'yı Avrupa'da ilk 10 ülke arasına yerleştirmektedir. Tablodaki rakamlar Belçika'da portföy yönetimi sektörünün gayet iyi yapılmış olduğunu göstermektedir. Güçlü bir portföy yönetimi sektörü için ihtiyaç duyulan tüm profesyonel ve teknik yeterli-



Hugo Lasat,
President of BEAMA



Josette Leenders
Director General of BEAMA

lik mevcuttur. Belçika çok sayıda tanınmış fon yöneticisine, fon idarecilerine, kanun uygulayıcılarına, vergi danışmanlarına güvenmektedir. Belçika'da yüksek düzey eğitim programları da mevcuttur. Portföy yönetimi bir sektör olarak ulusal sınırlarla kısıtlı değildir ve uzmanlık ve yetenek olduğu sürece,

bu yüksek değerli bir ihracat ürünü veya hizmet olarak pozisyonlandırılabilir.

Fonlara yatırım kültürü nasıl gelişti? Belçika yatırım fonları sektörünün kısa tarihçesinden bahseder misiniz?

Belçika'da yatırım fonları kültürü

rünün kaynağı "Cooreman-De Clercq" (1982-1985) kanununa kadar geriye gider. Bu kanun, Belçikalı sanayi şirketlerinin sermaye bazını yeni fonlama şekilleri sunarak geliştirmek üzere çıkarılmıştı: bunu sağlamak için kanun Belçikalı perakende yatırımcısına, kolektif hisse senedi fonlarına para yatırması için sonrasındaki bir kaç yıl boyunca gelir vergisi beyanından düşülebilecek bir vergi formunda teşvik sundu. Bir şekilde, Avrupa Birliği'nin "sermaye piyasası birliği" oluşturma planları da aynı hatlarda düşünülmektedir.

Perakende yatırımcılarının yatırım fonlarına iştahı başka bir kanunla teşvik edilerek, ikinci bir aşamaya geçti. Söz konusu kanun, perakende yatırımcıya parasını üçüncü ayak emeklilik fonuna (1987'den bu yana) koyduğunda, vergi indirim yoluyla benzer bir teşviğe izin verdi.

Bugünlerde, Belçika'da kurulu 18 kolektif emeklilik tasarruf fonu, yönetimi altındaki 16.21 milyar Euro portföy büyüklüğü için yeterli sayıdadır. Sayısı 1,472,000'e ulaşan Belçikalılar, tamamlayıcı emekliliği için bu şekilde tasarruf etmektedir.

Portföy yöneticileri kurumsal yüklenimler yoluyla ikinci ayak emeklilik sisteminde de mevcuttur.

Sizce yatırım fonları sektöründeki gelişmenin arkasındaki ana etkenler nelerdir? Yasal düzenlemelerde değişiklikler yapıldı mı?

Fonlar Belçikalı hanehalkı için önemli bir tasarruf aracı haline geldi. Belçika'daki kolektif yatırım

Yönetilen Varlık Büyüklüğü (Milyar EUR) – Müşteri segmentleri

End of Year	2013	2014	Difference in %
Institutional clients	90.81	97.65	+7,54
Banks	4.40	4.50	+2,14
Occupational Pension Funds	17.00	17.50	+2,89
Insurance companies	20.88	23.09	+10,61
Various other institutional clients	48.52	52.57	+8,34
Clients in private banking & retail investors	97.85	110.68	+13,10
Other	43.02	48.98	+13,85
TOTAL AuM	231.68	257,31	+11,06

Kaynak: BEAMA, Yıllık Rapor 2014-2015, yayın tarihi Haziran 2015

“ Belçika'daki kolektif yatırım fonlarına yatırılan varlık veya tasarrufların yaklaşık dörtte üçü, kaynağını bireysel tasarruflar veya yatırımcılarda bulmaktadır. Bu diğer Avrupa ülkeleriyle kıyaslandığında Belçikalıların yüksek olan tasarruf oranları ile doğrudan bağlantılı olabilir. ”

fonlarına yatırılan varlık veya tasarrufların yaklaşık dörtte üçü, kaynağını bireysel tasarruflar veya yatırımcılarda bulmaktadır. Bu diğer Avrupa ülkeleriyle kıyaslandığında Belçikalıların yüksek olan tasarruf oranları ile doğrudan bağlantılı olabilir. Aralık 2014 sonu itibariyle, ortalama Belçika hanehalkı finansal varlığının yüzde 12.4'ünü fonlarda tutuyordu.

Başka bir açıklaması da, Belçika'da bir çok ev-bazlı bankalar ve sigorta gruplarının dağıtım ağlarının yoğunluğu olabilir. Perakende müşteriler için ürünlerde, geniş bir yelpazede yüksek kalite hizmete kolay erişim sunmaktadırlar, ya da aksine Belçikalı perakende bankaları veya sigorta grupları ile bir çok portföy yöneticisinin güçlü acentelikleri bulunmaktadır.

Portföy yöneticileri için düzenleyici ortam yeni teknolojidir. Hiç bir Belçikalı fon veya portföy yöneticisi geçtiğimiz finansal krizde sıkıntı yaşamamıştır. Belçika, portföy yönetimi sektörünü uyumlaştıran Avrupa direktiflerinin değişimini (UCITS, AIFMD, MiFID) en başından beri yakından takip etmektedir. Bu direktifler, Belçikalı portföy yöneticilerinin sadece Belçika'da de-

ğil aynı zamanda sınırötesi, komşu Avrupa Ekonomik Alanı ülkelerinde de hizmet yapabilmelerini sağlayan Avrupa pasaportunu vermektedir.

Yatırım ve emeklilik fonlarının rolünü geliştirmek için BEAMA neler yapmaktadır? Finansal okuryazarlık ve eğitim alanındaki faaliyetleri nelerdir?

BEAMA, yatırım fonlarının rolünü geliştirmek için siyasi lobi çabaları ve genel toplumu bilgilendirme görevinde, geleneksel olarak ekonomik öneminin şu üç ana unsuruna vurgu yapmaktadır. İlki, tasarrufları

şirketlere kanalize etme, ve böylece yatırımcıya tatmin edici bir ödül ve risk farklılaştırması verirken aynı zamanda reel ekonominin güçlendirilmesi genel yararına sunma rolüdür.

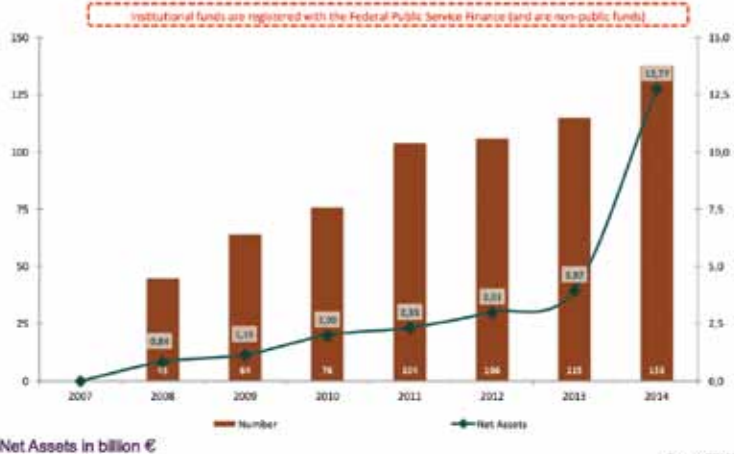
İkinci rol, nüfusun daha büyük bir bölümü “daha uzun hayat” yaşadığı için, Batı Avrupa'nın demografik evrimine yoğunlaşmıştır, ve bu yüzden kendi ileri yaşının yaşam standardının daha geniş bir bölümünü finanse etme görevini üstlenmektedir.

Ve bir de üçüncü unsur olarak “çevremizin sürdürülebilirliği” – Çevre-Toplum-Yönetişim kriterinin entegre edilmesi ve diğer sosyal sorumluluk davranışlarının kabulü (örneğin çocuk işçinin, silah endüstrisinin finanse edilmesini yasaklayan uluslararası anlaşmalara uyma) yer almaktadır.

Uygulama olarak, BEAMA çeyrek dönemler itibariyle Belçika piyasası için kolektif yatırım fonlarının toplam rakamlarını kamuya açıklayarak, portföy yönetimi sektörünün gelişimine yönelik düzenli bilgilendirme yapmaktadır. Bu bilgiler finansal

Belgian fund market is still mainly dominated by private investors

... but the pure institutional market is growing !



Source: BEAMA Trends & Perspectives Investment, Senerit | 4 March 2015



basın ve uzmanlaşmış sosyal medya tarafından sıkça kullanılmaktadır. BEAMA ayrıca kendini emeklilik reformu konusundaki tartışmalarda bir uzman ve dışarıdan bir paydaş olarak konumlandırmıştır. Sosyal sorumlu yatırım geleneği, Nisan 2001'den itibaren BEAMA tarafından, Çevre-Toplum-Yönetişim kriterinin genel kabulünün öncesinde, ulusal ilkelerin geliştirilmesi yoluyla teşvik edilmiştir.

Tüm bu unsurlar, uygun zaman geldiğinde BEAMA'nın kamuoyuna yayınladığı güncel mesajlarda yerini bulmaktadır. Doğal olarak, web sitemizin de yatırımcı eğitimine yönelik sayfaları vardır. BEAMA üyele-

rinden oluşan bir çalışma grubu bu materyallerin biraraya getirilmesini sağlamıştır. Üç konu enine boyuna tartışılmaktadır: Yatırımcı (finansal davranış kuralları dahil) – Kolektif Yatırım Araçları (UCITS – AIF's) – Finansal Piyasalar.

Fon sektörü için 2016 yılında kritik konular nelerdir?

BEAMA yatırım fonlarını ve gelecekteki rolünü geliştirmek için çabalarını sürdürecektir. BEAMA portföy yönetimi sektörünün emeklilik çözümlerine yönelik yeterliliklerini, Belçika kurumsal BEVEK'in olumlu gelişimine işaret ederek, daha da vurgulayacaktır.

Ajandamızdaki diğer bir kritik nokta da ekonominin dijitalleştirilmesidir. BEAMA Ocak 2016 sonunda üyeleri için "portföy yönetimine özel teknoloji" üzerine bir workshop organize etmektedir. Hızlı dijital gelişim ve mobil ve sosyal medyanın müşteriler tarafından hızlı kabulü, bir çok fırsatın yanı sıra aynı zamanda bir kısım teknolojinin rahatsız edici doğasının getirdiği zorlukları da içermektedir. BEAMA dijital pazarlamanın kolaylaştırıcılığını görmektedir, örneğin düzenleyicilere karşı lobi çabasında bir aksiyon noktası olarak. Müşterilere yönelik yatırım fonları üzerine iletişim formlarındaki sıkı düzenlemede yer alan engeller, üzerinde tekrar düşünmeyi gerektirmektedir.



EN İYİ FİNANS FİLMLERİ

Usman Hayat, CFA Institute Enterprising Investor blogunda yer alan makalesinde finans sektörünü işleyen konulu film, belgesel ve televizyon programlarından 20 filmlik bir en iyi listesini konu ediniyor. Sürdürülebilir, sorumlu, etki yatırımı ve İslami finans konularında yazılar yazan Usman Hayat, kısa süre öncesine kadar CFA Institute içerik direktörü olarak görev yapıyordu. Dizimizin ilk bölümünde, Hayat'ın makalesinde yer alan 20 filmde ilk 10'una yer veriyoruz.

Geçtiğimiz bir kaç ay içinde finans konulu sinema filmlerinden belgesellere, televizyon programlarına kadar sayısız film izledim. Amacım, eğlendirici ve öğretici değerleri bazında en iyi 20 filmi belirlemektir. Böyle bir liste oluşturmak beni talihsiz ancak kaçınılmaz bir gerçeğe götürdü: eğer beyaz ekran bir rehberse, finans profesyonellerinin 2008 yılındaki küresel krizden çok önce halkla ilişkiler sorunları vardı. Listemi oluşturan sadece tek bir film bir finans profesyoneli olumlu bir şekilde yansıtıyordu, o da 1946 yapımı "It's A Wonderful Life" filmiydi.

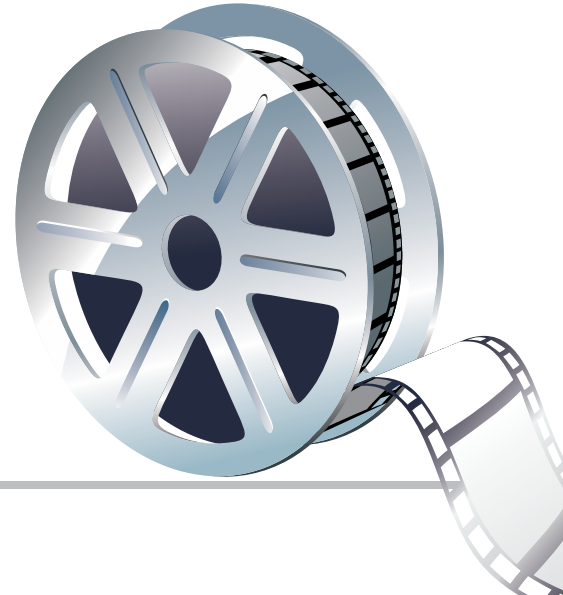
Bazıları Hollywood'un bu olumsuz imajın oluşmasında bir payı olduğunu öne sürebilir, çünkü Harvard Business Review'da yer aldığı gibi medya, özellikle filmler, faaliyet-

ler, organizasyonlar ve insanların hangisine değer verileceğine, hangisinin güvenilir olmadığına karar veren "kamuoyunun anahtar belirleyicileri" olarak görülmektedir. Filmlerin finansın betimlenmesine yönelik bende bıraktığı bir izlenim de, çok az sayıda filmin, özellikle de belgeseller arasında, sektörün ve finansal sistemin nasıl düzeltilmesine yönelik öneri getirmesi oldu. Yine de, en iyi 20 listemi oluşturan filmlerin izlemesi keyif vericiydi ve çoğu zaman oldukça bilgilendiriciydi. Opsiyonlardan vadeli işlemlere, kaldıraçlı alım satımlardan küresel bir yatırım bankasının yavaş çekim batışına kadar herşey hakkında içeriden bir bakış açısı sunuyorlardı. Bu filmlerin sadece bir kaçını izlemenin bile hem tarihten dersler alınması, hem de sektörümüzün geleceği için çok ihtiyaç duyulan kamuoyu tartışmasına bilgi sağlama konusunda yardımcı olabilece-

ğini umarım.

İşte finans hakkında en ilginç sinema filmleri, belgeseller ve sinema programlarından oluşan 20 filmlik listem dört kategoriye ayrılmış olarak şöyle:

- ▶ Kahraman olarak Finans Profesyoneli
- ▶ Kumarbaz olarak Finans Profesyoneli
- ▶ Düzenbazlar, Dolandırıcılar ve "Açgözlülük İyidir" Takımı
- ▶ Finansal krizden yayılanlar



Kahraman olarak Finans Profesyoneli

Hiçbir şey kamunun finans sektörü algısını, listedeki sadece bir filmin bir finans profesyonelinin olumlu bir şekilde tasvir ettiği gerçeğinden daha açık bir şekilde anlatamaz. Ancak bu klasik filmin kahramanının, bir topluluğun tasarruf ve kredilerini yönetirken, başdüşmanının bir bankacı olduğu notunu da düşelim.

It's a Wonderful Life Şahane Hayat

(1946; dram; 130 dakika; toplum bankacılığı)

Bir klasik. İkinci Dünya Savaşı'nın resmen sona ermesinden bir yıl sonra, 1946 yılında vizyona girmiş, listedeki hem en eski hem de tek siyah-beyaz film. Bir topluluk finansı işi yapan Bailey Building & Loan Association'ı yöneten mükemmel dürüst ve sevilen George Bailey'i James Stewart oynuyor. Bailey, güçlü rakibi Henry F. Potter ile hararetli bir tartışmada iken, kendi dünya görüşünü ve iş etiğini şekillendiren fikirleri açıklıyor: "Babamın bir işadamını olmadığını söylerken haklısın. Bunu biliyorum. Bu ucuz, değersiz inşaat ve kredi işine neden başladığını hiç bir zaman bilemeyeceğim. Fakat ne sen ne de bir başkası onun karakteri aleyhinde konuşamaz, çünkü bütün hayatı boyunca...bir kere bile kendini düşünmedi...İnsanlar onun için insanoğluydu. Ama senin gibi çarpık, hüsrana uğramış yaşlı bir adam için onlar sürü anlamına geliyor. Benim kitabımda, babam senin olup olabileceğinden çok daha zengin bir adam olarak öldü!"

Bailey'nin özverliliği ve dürüstlüğüne rağmen, Bailey Building&Loan krizden payını alır – bankadan ka-

çış da dahil – ve Bailey finansal dolandırıcılıkla suçlanır. Finans kurumu batık ve kalbi kırık bir şekilde, Bailey intihara teşebbüs eder, ve bazı kudretli güçler işin içine karışır. Enteresan bir şekilde, bu filmin popülaritesi tanınmış ekonomist Laurence Kotlikoff'un 2010 yılında çıkan kitabına "Jimmy Stewart Is Dead-Jimmy Stewart Öldü" ismini vermesine yol açmıştır. Kotlikoff, sınırlı-amaç bankacılığı uygulama-

sını tartışarak, "Hem iyi-insan hem de kötü-insan bankacılar, bugünün küresel finans dünyası, egzotik finansal menkul kıymetleri, bilgisayarlaşmış elektronik işlemleri, ve George Bailey'nin kavramaya başlayamayacağı devasa işlem hacimleri için değil, Bailey Savings & Loan için 1930'larda tasarlanmış bir düzenleyici sistemde çalışıyorlar," diye yazmıştır.



Trading Places **Zengin ve Sefil**

(1983; komedi; 116 dakika; emtia vadeli işlemleri)



Emtia vadeli işlemleri aracı kurumu sahibi iki kardeş, bir insanın karakterinde soyaçekimin mi yoksa çevrenin mi sorumlu olduğu tartışmalarını sonuçlandırmak için iddiaya girerler. Bir düzenbaz ve bir elit yöneticilerinin şartlarını değiştirecekleri bir “bilimsel deney” düzenlerler. Düzenbaz bir emtia brokeri haline gelirken, yönetici kendini sokakta bulur. Sonunda, kardeşlerin iddiasından zarar gören düzenbaz ve yönetici, onlardan

onların yoluyla intikam almaya karar verirler – vadeli işlemlerle. Portakal ürünü hakkında yayınlanmak üzere olan bir hükümet raporunun bulgularını tahmin ederek, düzenbaz ve yönetici gibi, kardeşler de portakal suyu vadeli kontratlarına yatırım yaparlar. Kardeşler alım yaparken, düzenbaz ve yönetici açığa satış yaparlar. Yönetici düzenbaza işlem felsefesini şöyle açıklar: “Büyük düşün, olumlu düşün, hiçbir zaman zayıflık işareti gösterme. Her zaman boğaza saldır. Düşükten al, yüksekte sat. Korku mu? Bu diğer adamın sorunu.” (Eğer filmin sonundaki çılgın vadeli işlemleri anlamakta zorlanırsanız, Planet Money ekibinin filmin sonunu bir emtia işlemcisine incelttiği bir podcast var: <http://www.npr.org/sections/money/2013/07/19/201430727/what-actually-happens-at-the-end-of-trading-places>)

Film, Wall Street Transparency and Accountability Kanunu’na bir hükümet kaynağından sağlanan kamuya açıklanmamış bir bilginin kötüye kullanımına ilişkin içeriden öğrenenlerin ticaretine yasak koyan ve “Eddie Murphy Kuralı” olarak bilinen eklemenin yapılmasına da yolaçtı.

Kumarbaz olarak Finans Profesyoneli

“The Daily Show” isimli bir Amerikan televizyon programının 2010 yılında yayınlanan bir bölümünde Jon Stewart, “Yani, bugünün dilinde (Wall Street’te), kumar aslında yeriliktir, ve müşteriler aslında aptaldır,” demiştir. Eğlence sektöründekilerin finans profesyonellerini bahis yöneten kişilerle karşılaştırması kırıcı olabildiği kadar, bazı finans profesyonellerinin nasıl kolayca aynı karşılaştırmayı resmettikleri de şaşırtıcı (ve talihlidir).

Billion Dollar Day

(1986; belgesel; 30 dakika; döviz işlemi)

Bu BBC belgeseli, New York, Londra ve Hong Kong’da yaşanan üç döviz işlemcisinin yaşamındaki bir gün hakkındadır. Film yapımcıları, bir taraftan işlemcilerin yüksek yaşam kalitesi ve nispeten genç yaşına saygı duyuyorlar. Diğer taraftan, bu işlemcileri büyük ölçüde kumarbaz olarak gördüklerini saklamıyorlar. Belgesel, işlemcileri işlem halinde iken, alırken ve satarken, küçük fiyat hareketlerinde nakite geçmek için büyük pozisyonları hızlıca alırken ve kaparken gösteriyor. Bu işlemciler bir ekonomik analizden çok, çoğunlukla diğer işlemcilerin ne yaptığını dair önsezileri ile hareket ediyorlar. Üç dealer toplam \$1 milyar değerinde döviz işlemi yapıyor ve £100,000’den fazla kar ediyorlar. Bu 30 yıllık belgeseli seyrederken, o zamandan beri fiziki dünya ve finansal piyasaların altyapısının ne kadar değiştiğini farkediyorsunuz – fakat finansın toplumsal yararlılığı gerçeği aynı kalmış. Belgeselin sonunda yer aldığı gibi: “Birbiriyle bu kadar çok işlem yaparak, çok vahşi bir iş alanı haline gelmiş olana spekülasyon köpük ekliyorlar. Bu dünyanın, parada serbest bir piyasa için ödediği fiyattır.”

Trillion Dollar Bet

(2000; belgesel; 48 dakika; opsiyon fiyatlaması)

Bu belgesel Black-Scholes-Merton opsiyon fiyatlaması formülü, finanstaki fizik imrenmesi (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1563882), ve Long-Term Capital Management (LTCM) hedge fonunun batışının öyküsünü anlatıyor. Belgeselde, 1997 Nobel Ekonomi Ödülünü kazanan Robert Merton ve Myron Scholes ile yapılan bir röportaj yer alıyor. (Nobel ödülü, 1995’te ölen Fischer Black’e verilememişti.) Formülün finansal piyasalardaki etkisi oldukça geniş kapsamlı oldu. Belgeselin anlatıcısının kelimeleriyle, “Kapitalizm uygun adım yürüyordu. Matematik ve paranın kombinasyonu, öyle görünüyordu ki, durdurulamazdı.” LTCM hedge fonu Salomon’daki bir bono işlemcisi tarafından kuruldu ve Merton ve Scholes ortaklar olarak imzalandılar. LTCM battığında, öylesine büyük kayıplara yol açtı ki sistemik bir tehdit haline geldi ve kurtarılması gerekti. Bu da finansal kayıplar ve sahiplerine uzun süren utanç getirdi. Batışı, zor bir soruyu da ortaya koydu: Eğer Nobel ödülüne hak kazananlar bile finansal piyasalardaki riskleri anlayamazlarsa, kim anlayabilir? Belgeselin kapanış cümlesi ise şöyle: “Matematiğin cazip ve öldürücü bir çekiciliği var. Albert Einstein buna karşı uyarıda bulunmuştu... Bir şeye güzel bir formül olduğu için inanmayın.”

Floored

Floored (2009; belgesel; 78 dakika; salon işlemi)



Şikagolu işlemcilerin kendilerinden dinleyin – onu olduğu gibi, bir sürü küfürleşme ve sigara ile, anlatıyorlar. Bu belgesel aynı zamanda finans tarihinde bir sayfa; teknolojinin büyük ölçüde kullanılmaz hale getirdiği bir meslek – salon işlemi – hakkında. Şikago Ticaret Borsası'ndaki acımasız rekabet ve şahsi salon işlemi yapmanın nasıl işlediğini gösteriyor. Kültüre karşı bazı şaşırtıcı gariplikler var. Salon işlemcilerinin şehrin yaşadıkları kısmı, etnik kimlikleri veya dinlerine bile bağlantılı hizip grupları var. Bir çok işlemci kendi hesabına işlem yaparak hayatını kazanıyor. İşlerinden birinin söylediği gibi, "Kendi ailemin değeri için bir hedge fon yöneticisiyim." Diğerleri yaptıkları konusunda daha açık konuşuyorlar. Birisinin söylediği gibi, "İnsanlar itiraf etmek istesinler veya istemesinler, bu bir çeşit kumar." Film, yüksek sesli salon işleminden elektronik işleme geçişi ve bunun Şikago salon işlemcilerinin hayatlarındaki etkiyi anlatıyor. Günümüzün bir çok finansal piyasasındaki kişilsiz ve anonim elektronik işlem, asil-gürültücü-stil pit işleminin tam tersi, ve pitte çok başarılı olan bazıları da elektronik işlemle sorun yaşıyor. Film Şikago'daki salon işlemi hakkında iken, bazı dersler aynı değişimi yaşamış dünyadaki piyasalara güvenli bir şekilde genellenebilir.

Wall Street Warriors

(2006–; belgesel dizisi; her bölüm 30 dakika; girişimcilik)



Bu belgesel dizisi Wall Street'te başarılı olmaya çalışan gerçek ve hırslı insanların hayatlarını anlatıyor. Analist, günlük işlemci, opsiyon aracı, hisse senedi aracı, fon yöneticisi, dealer ve daha fazlasına yer veriyor. Farklı etniklerden ve farklı ülkelerden erkek ve kadınlar – hepsi de yarışmak ve kazanmak için Wall Street'teler. Filmin isminin işaret ettiği gibi, işleri sadece bir meslek değil. Çok rekabetçi – ve finansal ve duygusal riskler öyle yüksek ki – bir savaşta dövüşüyorlarmış gibi hissediyorlar. Bu Wall Street savaşçılarının bir ortak noktası var: çok fazla paranın peşindeler ve çok stres altında yaşıyorlar.

Wall Street

(1987; dram; 126 dakika; içeriden öğrenenlerin ticareti)



Bu film finans filmlerinin CAPM'i : Finans sektöründeki herkesin bildiği varsayılar, ve iyi olup olmadığı artık önemli değildir. Film hızlı para yapmak, ve çoğunu içeriden öğrenenlerin ticareti yoluyla yapmak hakkında. Derinlik ve yoğunluğunda, ondan hemen önce veya sonra gelen Quicksilver (1986; 99 dakika; opsiyon işlemleri) ve Working Girl (1988; 115 dakika; birleşme ve satın almalar) gibi finans filmlerinin üzerine çıkıyor. Bu filmin zirvede veya yakınında yer almadığı bir en iyi finans filmleri listesi bulmak da zor – ve kötü karakter Gordon Gekko'nun ikonik statüsü, finans sektörü hakkında sıkıntı verici sorular getiriyor. Bu kısa cümleler filmle güçlü bir şekilde ilişkili: "Açgözlülük, daha iyi bir söz olmadığı için, iyidir. Açgözlülük doğrudur. Açgözlülük işler. Açgözlülük netleştirir, keser ve evrimleştirici ruhun varlığını ele geçirir."

Other People's Money

(1991; komedi; 103 dakika; şirket eleğçermeleri)

Bu komedi, reel ekonomi ve finansal piyasalar arasındaki mücadeleyi tasvir ediyor. Bir şirket avcısı kendi serbest piyasa yaşam felsefesiyle, geleneksel değerleri olan bir aile şirketini satın alır. Bir imalat birimi kullanım dışı kalma ile yüzyüzedir, ve soru hissedarları tatmin etmek için bu birim ve çalışanlarının likidasyonu mu yoksa karlılığa döndürebilecek bir yolun olup olmadığıdır. Filmde, özellikle şirket değerlemesi konusunda, bazı finans dersleri var. Ana karakter, Lawrence "Larry the Liquidator" Garfield'in varlığının nedeni, Wall Street filmindeki Gordon Gekko'nunkine benziyor: "Öldüğünde kim en fazlaya sahipse, kazanır." Garfield, kararlı bir şekilde paradan vazgeçmemeyi haklı çıkaran kendi konuşmasını da yapıyor: "Ben bir şey yapmıyorum. Ben size para yapıyorum. Ve unutmayalım, herhangi birinizin ilk anda hissedar olmanızın tek nedeni de budur. Para kazanmak istiyorsunuz! Kablo ve hat mı, kızarmış tavuk mu imal ettikleri veya mandalina mı yetiştirdikleri umurunuzda değil."

Düzenbazlar, Dolandırıcılar, ve "Açgözlülük İyidir" Takımı
Hollywood dramlarının büyük kısmı finans profesyonellerini ahlaksız ve paraya aç olarak tasvir ediyor. Bu filmlerin bazıları tamamıyla uydurma iken, bu grupta yer alan bazı belgeseller bir kaç filmle birlikte gerçek yaşam skandallarına dayanıyor.

Barbarians at the Gate

(1993; komedi; 107 dakika; kaldıraçlı satın alma)



Bu film, dev gıda firması RJR Nabisco'nun o zamanın tanınmış ve en büyük kaldıraçlı satın alması hakkındaki kitaba dayanan, hem bir belgesel dram hem de bir komedi. Açgözlülük, ego, lüks tutkusu, yüksek risk, ve hainlik hikayesi. Film, kaldıraçlı satın alma (LBO) çevresindeki acımasız rekabete içeriden bir bakış açısı sunuyor. Dumansız sigaranın pahalı bir şekilde başarısız olmasından sonra, RJR Nabisco'nun CEO'su şirketi kesin almak için planlar yapar. Ancak ilk başta CEO'ya LBO fikrini veren, etkili bir LBO gurusu, CEO'nun işine onu katmadan fikrini kullanmasından memnun değildir ve bu durum bir açık artırma savaşı ile son bulur. LBO gurusunun söylediği gibi: "Şirket değildir. Kredibilitedir. Benim kredibilitem. Bankta oturup, diğer insanların oyunu oynamasına izin veremem. Benim oyunum değil. Onların kurallarıyla değil." Diğer şeylerin yanında, film bir CEO'nun şirketinin başarısıyla çok az - ve başarılılığıyla çok fazla - ilgisi olabileceğini de gösteriyor. Film bir çok mizahi fakat açığa vuran repliklere yer veriyor, örneğin: "Wall Street'in üç kuralını biliyor musun? Hiç bir zaman kurallara göre oynama, hiç bir zaman gerçeği söyleme, ve hiç bir zaman nakit ödeme yapma."

Rogue Trader

(1999; dram; 101 dakika; hisse senedi vadeli işlemleri)



Bu film 1999 yılında yayınlandığı zaman kimin hakkında olduğu oldukça açıktı - İngiltere'nin en eski yatırım bankası Barings'i batıran Nick Leeson. O zamandan beri, ne yazık ki, ona benzer başka işlemciler Leeson'un ayak izlerini takip etti. Film, Leeson'un Rogue Trader: How I Brought Down Barings Bank and Shook the Financial World isimli kendi kitabına dayanıyor. Bir zamanlar Barings'in yıldız işlemcisi, Singapur borsasında yetkili olmayan vadeli işlem yaparak bir milyar dolardan daha fazla kaybetti. Film, üstlerinin Leeson'un onların anlamsız yönetim konuşmalarını aksiyona dönüştürüp büyük karlar yapmakta olduğuna inanarak, kendilerini kandırdıklarını gösteriyor. Leeson'un ön ofis ve arka ofis arasındaki olağan kontrollerin dışında olması, yapmakta olduğunu saklamasına yardım ediyor. Barings'teki kültür de sorunun bir parçası: Barings'de açgözlülük resmi olarak iyi bir şey değilken, iyi olmak yeterince iyi değildi. Filmin başlarında, Leeson, ekibine vadeli işlemlerin ne olduğunu açıklarken şöyle konuşuyor, "İşin gerçeği biz gerçek olan bir şeyi alıyor veya satıyor değiliz. Sadece rakamlar." Filmin biraz daha sonrasında da şöyle konuşuyor, "Pi-yasa bu işte, dev bir kumarhane."

dergi okumak artık böyle birşey...

Kurumsal Yatırımcı, IOS ve Android'te
Kurumsal Yatırımcı, Dijimecmua uygulamalarıyla
her an yanınızda.



dijimecmua.com
Dergi Okumak Artık Böyle Birşey

www.dijimecmua.com





Parayön ile Gençler Finansal Okuryazarlığı Öğreniyor

Finansal Okuryazarlık ve Erişim Derneği (FODER), J.P. Morgan'dan aldığı hibe ile İngiltere'nin ödüllü finansal okuryazarlık programı olan MyBnk'i Türkiye'ye taşıdı. Parayön adıyla ülkemizde hayata geçirilen program ile gençlerde finansal okuryazarlık bilinci oluşturularak ekonomilerini nasıl yöneteceklerinin eğitimi veriliyor.

İngiltere'nin ödüllü finansal okuryazarlık sosyal girişimi olan MyBnk, Türkiye'deki adıyla Parayön programı, İstanbul başta olmak üzere Ankara, Malatya, Trabzon, İzmir, Erzurum Bayburt olmak üzere ülkemizin farklı gelişmişlik indekslerine sahip illerinde hayata geçiriliyor. Bu eğitimler, lise son ve üniversite hazırlık ya da birinci sınıf öğrencilerinin yanı sıra Aile ve Sosyal Politikalar Bakanlığı ile yapılan işbirliğiyle sevgi sitelerinde de gençlere veriliyor. İnteraktif ve eğlenceli bir dille finansal okuryazarlık bilincini ve farkındalığını artırabilmeyi amaçlayan projenin, 16-25 yaş arası 6 bin 800 gence ulaşılarak bitirilmesi planlanıyor. Ancak yılsonuna yaklaşırken, projede hedeflenen sayısının çok

ötesine geçilmiş bir durumda. Parayön proje lansmanında konuşan J.P.Morgan Genel Müdürü Işık Toktamış yaptığı açıklamada, "J.P.Morgan olarak, insanların geleceklerini güvence altına alabilmeleri için finansal ihtiyaçlarını daha iyi anlayıp yönetebilecekleri bir gelecek sağlamak önemli hedeflerimizden biri. Bunun temelinde de finansal okuryazarlık bilinci yer alıyor. Günlük finansal ihtiyaçların yönetilmesi ve geleceğin planlanması için bireylerin hayata finansal okuryazarlık bilinciyle başlamaları gerekiyor" şeklinde konuşarak projenin önemini dile getirmiş oldu. Finansal okuryazarlığın küresel bir ihtiyaç olduğunun altını çizen Toktamış, bu perspektif çerçevesinde Parayön projesinin J.P.Morgan vizyonuna uygun olduğunu belirterek

projenin farklı bir sosyo-ekonomik gruba ulaşacak olmasından duyduğu mutluluğu ifade etti. Finansal Okuryazarlık ve Erişim Derneği (FODER) Kurucu Başkanı Özlem Denizmen ise, "Ekonomik ilerlemenin ve gelişmenin sürdürülebilir olması ve kalıcılığın sağlanması için finansal okuryazarlığın önemini farkına varmalıyız. Yapılacak olan eğitimlerin diğer bir özelliği ise sosyal sorumluluk ve finansal okuryazarlık eğitimlerinin iç içe geçiyor oluşu. Bu sadece bir eğitim projesi değil, aynı zamanda bir sosyal sorumluluk. Çocuklara ve gençlere erişebiliyor olmak, onlarla iletişime geçebilmek, gelecek için yatırım yapıyor olmalarına yardım etmek bizim için oldukça önemli ve anlamlı" şeklinde konuştu.



Özlem Denizmen
QFinansal Okuryazarlık ve Erişim Derneği
(FODER) Kurucu Başkanı

“ Interaktif ve eğlenceli bir dille finansal okuryazarlık bilincini ve farkındalığını artırabilmeyi amaçlayan projenin, 16-25 yaş arası 6 bin 800 gence ulaşılarak bitirilmesi planlanıyor. Ancak yılsonuna yaklaşırken, projede hedeflenen sayısının çok ötesine geçilmiş bir durumda. ”

Parayön programı üç başlık altında yürütülmekte



Lise 9 - 10 - 11. sınıfta okuyan 3 bin öğrenciye 40'ar dakikalık beş ders boyunca gençlerin çeşitli mesleklere, paranın nasıl kazanıldığına, ihtiyaç ve istekler doğrultusunda nasıl yönetildiğine ve bankacılık temel kavramlarına yönelik bilgilendirme sağlayan eğitim modülüdür.



Aile ve Sosyal Politikalar Bakanlığı ile yapılan işbirliğiyle yetiştirme yurtlarındaki, 14 - 18 yaşlarındaki gençlere iki saatlik bir oturum ile bütçe ve alışkanlıkların kazandırılması, bağımsız bireyler olabilmelerine katkı sağlamak, bankaların işleyişi ve borçlanma gibi konularda bilgi kazandırılmasını hedefleyen eğitim modülüdür.



Lise 12. sınıf, Üniversite 1. sınıf ve Üniversite hazırlık okuyan 3 bin öğrenciye 40'ar dakikalık 3 ders saati süresince verilen, üniversiteye hazırlık ya da yeni üniversite öğrencisi olmuş kişilerin ailelerinden bağımsız yaşamaya ve bu dönemde gerek yaşamları gerek eğitimleri açısından bütçe yönetimini, olası gelir-gider kaynaklarını doğru yönetebilmeyi öğrenmelerini ve uygulayabilmelerini sağlayan eğitim modülüdür.



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

NYASINDAN FON HABERLER FON NYASINDAN FON DÜNYASINDAN HABERLER

BlackRock organizasyonunda büyük değişiklik

BlackRock aktif hisse senedi stratejilerini küresel yatırımlar platformundaki önemli değişikliklerin bir parçası olarak birleştirme kararı alırken, amacın bölgeler, varlık sınıfları ve stratejiler arasında bağlantıyı güçlendirmek olduğu açıklandı. Değişiklik kapsamında “çok varlıklı” işine daha çok yatırım yapmak ve gayrimenkul varlık grubu oluşturmak da planlanıyor.

Şirketten Temmuz ayında yapılan açıklamada, büyük müşterilerin aktif yatırımlara daha fazla para kaydırmasının gözlemlendiği belirtilmişti. BlackRock, daha yüksek volatilité, daha düşük beta ve artan dağılımın müşteriler için, temel veya miktarsal stratejiler olmasına bağlı olmaksızın, daha fazla aktif hisse senedi çözümleri aradıkları anlamına geldiğini belirtti.

Ve BlackRock, “yatırımcıları hem SAE (bilimsel aktif hisse senedi) lisansı bilimsel verilerini hem de müşterilerine alfa yaratmak için temel lisansındaki araştırma içeriğini daha etkili kullanabilsinler diye” temel aktif

hisse ve SAE gruplarını birleştiriyor. Söz konusu yeniden organizasyon portföy yöneticisi değişikliğine yol açmayacak. Yeni yapı 1 Şubat’tan itibaren yürürlüğe girecek. Hisse senedi stratejilerini birleştirmenin ve sabit getirili kısmını küreselleştirmenin bir amacı da “stratejiler ve bölgeler arasında daha fazla işbirliği olanakları yaratmak” olarak belirtildi. Buna karşılık bölgesel hisse senedi odağı da devam edecek ve bölgesel aktif yatırımlar liderliğini güçlendirmek

üzere de Charles Prideaux Avrupa, Orta Doğu ve Afrika aktif yatırımlar başkanı olacak; halen Avustralya ülke başkanı olan Justin Arter, Nisan’da Londra’ya konumlandırılarak İngiltere, Orta Doğu ve Afrika’daki kurumsal müşteri kısmına liderlik edecek; ve Peter Nielsen ise kıta Avrupa’sı kurumsal kısmının başkanı olmayı sürdürürken, buna ek olarak Hollanda ve İskandinav bölgesinden sorumlu ülke müdürü görevini yapacak.



Hedge fonlar 2016'da \$50-60 milyar yeni yatırım çekebilir

Araştırma şirketi eVestment'ın Hedge Fund Outlook 2016 raporuna göre, \$3.1 trilyon'lık hedge fon sektörü 2016 yılında \$50 milyar ila \$60 milyar arası yeni yatırım çekebilir. Kurumsal yatırımcılar bu sektöre yeni varlık aktaran ana oyuncular olmayı sürdürecektir.

Kurumsal yatırımcı veri ve analizinde önde gelen araştırma şirketlerinden olan eVestment verilerine göre, yatırımcılar 2015 yılında da hedge fonlara yaklaşık \$70 milyar ayırdılar. Yeni aktarımlardan en fazla payını alanlar Çin odaklı fonlar oldu.

Sadece Kasım ayında yeni para girişi ve performansa bağlı olarak toplam hedge fon portföylerinde \$11.2 milyar artış meydana geldi. Bu miktarın \$ 8 milyar'ı performans kaynaklıydı. Aynı ay içinde çoklu strateji fonlarına \$4.7 milyar para girişi yaşandı. Bu da yıl

içindeki toplam miktarı 2007 yılından beri en yüksek yıllık aktarım düzeyine çıkararak, \$56.9 milyar'a ulaştırdı.

The International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) tarafından üçüncüsü yayınlanan küresel hedge fon anketi ise, Eylül 2014 itibarıyla küresel hedge fon sektörünün görünümünü ortaya koyuyor. "Report on the Third IOSCO Hedge Fund Survey" araştırması hedge fon yöneticileri ve danışmanlarından faaliyet gösterdikleri piyasalar, işlem faaliyetleri, kaldıraç, fonlama ve karşı taraf bilgilerini biraraya getirmeyi hedeflemiştir.

IOSCO raporunda yer alan bazı gözlemler şöyle:

▶ Anket 1486 fondan veri toplandı, bu Eylül 2012'deki çalışmaya katılan fon sayısına göre yüzde 42'lik bir artış anlamına geliyor.

▶ Yönetim altındaki hedge fon varlıklarının büyüklüğü \$2.6 trilyon ile en son ankete göre yüzde 34 artmış. Bu artışın büyük bölümünün varlık değerlerinde, para girişinde ve fon yapılarındaki değişimden kaynaklanmış olabileceği belirtiliyor. Bir kısmı da ankete katılan ülkelerin daha yaygın ve doğru raporlamasını da yansıtıyor.

▶ Hedge fon sektörü ABD'de yoğunlaşmış durumda, Cayman Adaları da tercih edilen vergi bölgesi olmaya devam ediyor.

▶ Hisse bazlı stratejilerin kullanımı hedge fonlar arasında en popüler olmayı sürdürüyor,

▶ Hedge fonlar arasında finansal kaldıraç kullanımı Japonya dışında hemen hemen her ülkede var.

▶ Sağlanan verilere göre hedge fonlarda önemli bir likidite uyumsuzluğu bulunmuyor; ancak bu 'normal' piyasa şartlarının perde arkasına karşı bir durum.

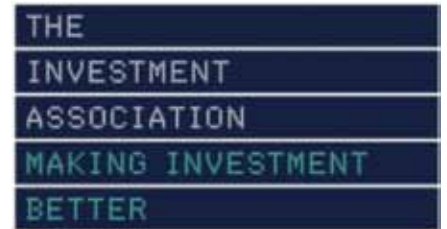
İngiltere'nin TKYD'si yeniden yapılıyor

İngiliz yatırım yönetimi derneği The Investment Association (IA), mevzuat bölümünün dağıtılmasını takiben idari bölümlerini yeniden yapılandırma kararı aldı.

Kurum, bundan böyle iş destek ve promosyon, ürün ve hizmetler, sürdürülebilir yatırımlar ve sermaye piyasaları olmak üzere üç idari bölüme ayrılacak. Bu üç bölüm, İngiltere portföy yönetimi sektörünün çıkarlarını ulusal çapta ve yurtdışı

şında destekleyici faaliyetlerde bulunacak. Sektördeki şirketlere düzenleme ve vergi yükümlülüklerinin yönlendirilmesinde yardımcı olacak, ve İngiltere ve AB düzenleyici ve politika gündemlerini şekillendirecek.

IA, hedefin şirketlerin müşterine ihtiyaçlarını karşılayan maliyet etkin ürünler ve hizmetler sunabilmelerini sağlamak olduğunu açıkladı. Daha önce, IA organizasyonu



altı farklı bölüme ayrılmıştı: risk, uyum ve hukuk; politika, araştırma ve istatistik; vergilendirme; piyasalar ve sektörler; mevzuat; ve kurumsal yönetim.

ABD’de büyük yatırım fonu fiyaskosu sonrası likidite riski gündemde

ABD’li yatırım fonu yatırımcıları için 2015 yılı, krizden beri yaşanan en büyük yatırım fonu fiyaskosu ile kötü bitti. New York menşeli Third Avenue Management, yaklaşık \$1 milyarlık Third Avenue Focused Credit Fund (TFCVX) için tasfiye kararı alırken, yatırımcıların bir yıl veya daha fazla bir süre paralarını geri alamayacakları açıklandı. Şirket yüksek getirili bono fonunu kapatırken, fon varlıklarını da paraya çevirme çabasına girişti. Bu 2008 yılındaki Primary Reserve Fund olayından beri en büyük yatırım fonu başarısızlığı olarak kayıtlara geçmiş bulunuyor.

Olayın arkasından ABD çöp bonoları 2011 yılından beri en büyük düşüşü yaşadılar. Fonun batışı ve ardından da yatırımcıların para çekmelerine ambargo konulması, özel sektör tahvili piyasalarında likiditeye ilişkin endişeleri de beraberinde getirdi. Likiditeyi ayrıca büyük ölçüde satışı zor olan varlıklara sahip fonlar için, fon yöneticilerinin büyük para çıkışlarında ne derece

hazırlıklı olduklarına dair kuşkuları da ortaya çıkardı. Temmuz ayı sonundan beri portföyünün yarısından fazlasını yitiren Third Avenue Focused Credit Fund’ın büyüklüğü \$2.1 milyar’dan \$1 milyar’a indi. Bir yıl geriye gidildiğinde, \$2.75 milyar olan portföyünün yüzde 18’i likit olmayan menkul kıymetlerden oluşuyordu. Bu varlıklar arasında enerji sektöründen hisse senetleri ve garantiler, çevrelebilir imtiyazlı hisse ve şirket senetleri yer alıyordu.

Securities and Exchange Commission (“SEC”) geçen Eylül ayında, varlık yönetimi sektörünün etkin likidite risk yönetimine yardımcı olacak yeni kurallar tavsiye etme kararı almıştı. Ek güvenlik önlemleri öneren SEC, yatırım fonları ve borsa yatırım fonlarının likidite risklerini yönetmek için yeni planları uygulamasını öngörüyor. Teklif, fonların asgari bir nakit veya üç gün içinde kolayca satılabilecek nakit benzerini tutmasını içeriyor. Mevcut durumda yatırım fonları için nakde



çevirme süresi yedi gün. Ayrıca, fon aileleri de para çekişlerinin arttığı günlerde portföyünü kurtarmak isteyen yatırımcılardan ücret talep edebilecek. Söz konusu kanun teklifine göre, yatırım fonları ve borsa yatırım fonlarının likidite risk yönetim programları uygulaması ve fon likiditesi ve ödeme yöntemleri konusunda kamuya açıklamalarını güçlendirmeleri gerekiyor. Ayrıca, açık uçlu fonların belli durumlarda “swing pricing” kullanımına izin vermeleri gerekecek. Swing pricing, giriş ve çıkışların işlem yapmayan fon yatırımcıları üzerinde sulandırıcı etkisini azaltmak için tasarlanmış bir likidite yönetim aracı. Bu adım yatırım fonlarını fonun net varlık değerinin (NAV) hissedarların işlem faaliyeti ile ilgili maliyetlerini ortaya çıkarmalarını sağlayacak. Ek olarak, işlem yapması zor varlıklara yapılacak yatırımlara yüzde 15 sınır getirilebilecek.

Emeklilik fonlarına göre çevresel ve toplumsal yönetim hayati önem taşıyor

Ingiltere’de The Pensions and Lifetime Savings Association tarafından yapılan bir araştırma, emeklilik fonlarının büyük çoğunluğunun çevresel ve toplumsal yönetim (ESG) konularının yatırım getirileri ile bağlantılı olduğunu düşündüklerini gösterdi. Ankete katılan 60 İngiliz emeklilik fonunun yüzde

93’ü bu yönde görüş belirtti.

Araştırma, emeklilik fonlarının yönetici sorumluluklarının olduğu konusunda fikirbirliği olduğunu da ortaya koydu. Bu durum katılımcıların yüzde 98’i tarafından ifade edildi. Katılımcıların sadece üçte biri yöneticiliğin mütevellî toplantılarında düzenli

olarak konuşulduğunu belirtmesine rağmen, bu 2012’de yapılan araştırma sonuçlarına (%17) göre önemli artışı gösterdi.

Emeklilik fonlarının yüzde 68’i yönetici sorumluluklarını yatırım yöneticilerine yetki verdiklerinde belirlediklerini ifade ettiler.

Avrupa'da ekonomik toparlanma umudu yatırım fonlarında



Sermaye Piyasaları Birliği planı kapsamında Avrupa Komisyonu tarafından, Avrupa'da ekonomik toparlanmaya yeni bir itiş gücü vermesi için getirilen European Long-Term Investment Funds (ELTIFs) düzenlemesi geçtiğimiz ay yürürlüğe girdi.

Alternative Investment Funds (AIF) için Avrupa çapında bir rejim olan ELTIFler kanalıyla sağlanacak sermaye, Avrupa'da büyümeyi sağlamak ve istihdam yaratmak için uzun vadeli yatırımları reel ekonomiye kazandıracak.

ELTIF düzenlemesi, ülkelerarası Avrupa uzun vadeli fonları gelişimi için bir kilometre taşı temsil ediyor. Uzun vadeli odakları, bu fonları varolan bir çok yatırım aracından ayırıyor ve bu yüzden de emeklilik sistemleri ve uzun vadeli ufukları olan sigorta şirketleri gibi kurumların yanı sıra, bireylerin tasarruf portföylerini tamamlama ve farklılaştırma için de özellikle uygun görülüyorlar.

Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD) mevzuatına tabi fonlar gibi, bu fonların da yetkili bir alternatif fon yöneticisine sahip olması gerekiyor. Ancak UCITS gibi, bu fonların Avrupa çapında pazarlama "pasaportu" (belli koşullar altında) profesyonel veya sofistike olarak sınıflandırılmayacak bireysel yatırımcılara da satılabilmesini sağlıyor. ELTIF düzenlemesini oldukça olumlu

karşılığını ve desteğini açıklayan Avrupa'nın önde gelen yatırım fonları merkezi Lüksemburg'un TKYD'si ALFI (The Association of Luxembourg Fund Industry), ELTIFler hakkında çeşitli detaylar veren bir tanıtım broşürü hazırladı. Broşürde yer alan düzenleme şartlarına göre, ELTIFler aşağıdaki faaliyetlerde bulunamıyor:

- ▶ Varlıkların açığa satışı;
- ▶ Doğrudan veya dolaylı emtia pozisyonu alınması;
- ▶ ELTIF'in varlıklarının yüzde 10'undan fazlasını etkiliyorsa, kıymetlerin ödünç verilmesi, ödünç alınması, repo işlemleri veya buna eşit bir ekonomik etkisi olabilecek ve benzer riskleri olabilecek herhangi bir anlaşmaya girmek; ve
- ▶ Türev kullanmak (hedging amaçlı olanlar hariç).

AIFMD AB dışındaki fonların girişine engel mi?

Yatırım fonları Avrupa Birliği dışında kurulu bazı alternatif fon yöneticilerinin, yasal zorluklardan dolayı Avrupalı yatırımcılara yönelemedikleri kanıtlandı.

Cerulli Associates araştırmacıları, Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) tarafından getirilen zorlukların fon yöneticilerinin AB'de portföy yaratma fırsatlarından vazgeçme kararı almalarının arkasında yatan neden olduğunu ortaya koydular. Bir fon yöneticisi Cerulli'ye, ABD ve Asyalı yöneticilerin AIFMD yüzünden Avrupa yerine başka bölgelerdeki yerel yatırımcıya yoğunlaşmayı tercih ettiklerini söyledi.

AIFMD, yöneticinin nerede olduğuna bakmaksızın fonların AB'de veya European Securities and Markets Authority tarafından pasaport verilmiş yerlerde olması şartı getirdiği için, AB dışında yerleşik fonların girişi için potansiyel bir engel olarak görülüyor.

"Tartışmanın merkezinde uyum maliyetlerinin finansal çıkarları geçip geçmediği tartışması yer alıyor" diyen Cerulli Avrupa araştırma direktörü Barbara Wall'a göre, AIFMD uyumu için maliyetin 278,000 ila 942,000 arasında olduğu tahmin ediliyor.

Düzenleyiciler ise ABD, Hong Kong ve Singapur'daki fonların pasa-

port alıp alamayacağı kararı için, bu ülkelerdeki düzenleyici rejimlere ilişkin daha fazla inceleme yapmak istediklerini söylüyorlar.

The Cerulli Edge-Europe Edition adlı raporda ise, pasaport hakları olmayan yöneticilerin Avrupa'ya giriş için ulusal özel işlem rejimlerini kullanabilecekleri ancak AB'de bu rejimlere yönelik birlik olmamasının karışıklık yarattığı belirtiliyor. AIFMD raporlama kurallarına ilişkin ülkeler arasındaki farklılıkların bazı AB üyesi olmayan yöneticilerin daha az hukuksal yetki alanına pazarlama yaptıklarını, diğerlerinin ise UCITS fonları kurmaları ile sonuçlandığı da Cerulli'nin not ettiği diğer bir konu.

YATIRIM FONLARI PAZARI

- ▶ Yatırım fonları pazarı 2015 yılını 1,9 milyar TL ile %5 büyüyerek, 37,3 milyar TL büyüklük ile kapattı.
- ▶ Yılbaşından beri en çok büyüyen ikinci fon türü ağırlıklı sabit getirili enstrümanlara yatırım yapan Borçlanma Araçları ve Değişken fonlar oldu, son çeyrekte bu fon türünde de küçülme gözlemlememize rağmen, yılbaşından beri yaklaşık 700 milyon TL büyüyerek toplam 2015 yılı büyümesinin %37'sini oluşturdu.
- ▶ Hisse senedi fonları, 2015 yılı sonunda piyasalardaki düşüşe rağmen büyüyerek 1,9 milyar TL'ye ulaştı ve %4,4 büyüdü.
- ▶ 2015 yılında küçülen iki fon türü, Altın fonları ve Anapara Garantili/Korumalı fonlar oldu.
- ▶ Toplam Pazar büyümesinin üzerinde büyümesine devam eden tek tür, borçlanma araçları ve değişken fonlar oldu. Pazar 2014 yılında %15, 2015 yılında %5,3 büyürken, bu fon türleri ise sırasıyla %59 ve %10 büyüdü. Bu sene Pazar büyümesinin üzerinde büyüyerek ayrılan diğer fon türü ise %34 ile Serbest fonlar oldu.

Gerek yurtiçi gerekse yurtdışı gelişmelerle 2015 yılı finansal piyasalar açısından zorlu bir yıl oldu. Yurtdışında başlıca gündemi FED faiz artışı, küresel olarak dolardaki güçlenme, düşük emtia fiyatları ve küresel ekonomik büyümeye yönelik endişeler oluşturdu. Yurtiçinde ise seçim belirsizliği yılın neredeyse tamamına damgasını vururken, yılın ortasından itibaren artan jeopolitik riskler de piyasalardaki dalgalanmayı artırarak tedirgin eden bir unsur idi.

USD 2015 yılında, tüm para birimleri karşısında değer kazandı ve USD endeksi (DXY) %9 yükselerek yılı 98,631 seviyelerinden kapattı.

EUR/USD paritesi ise yıl boyunca en yüksek seviyesini yılbaşında gördü ve 1,2097 seviyesinden başladığı yılı 1,0860 olarak bitirdi. Yıl içerisinde ise 1,0493'e kadar geriledi. Türk Lirası yıl boyunca ciddi değer kaybı yaşadı ve yıla 2,3335 seviyesinde başlayan USD/TRY kuru %25 yükselerek, yılı 2,9167 seviyesinden kapattı. TL Sepet ise %18 değer kaybetti ve yılı 3,0428 seviyesinde sonlandırdı. BİST 100 endeksi yıl boyunca dalgalı bir seyir izledi ve 85.721 seviyesinden kapattığı 2014 yılını, 2015 yılında %16 değer kaybı ile 71.727 seviyesinden sonlandırdı. Gösterge bonoda da benzer şekilde yıl boyunca yükseliş gözlemlendi ve 2014 sonunda %8,02 olan gösterge bono, 2015 yılı sonunda

%10,86 seviyesine yükseldi. Türkiye beş yıllık CDS'leri ise 2015 yılını 269 seviyesinden kapatırken, 2014 yılı sonunda 196 seviyelerinde idi.

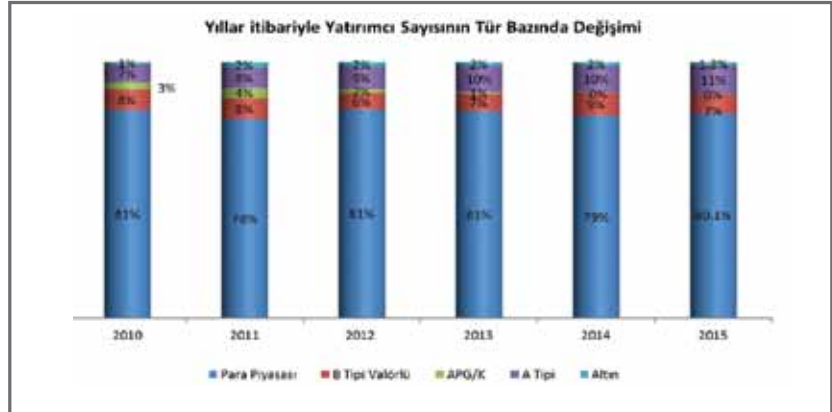
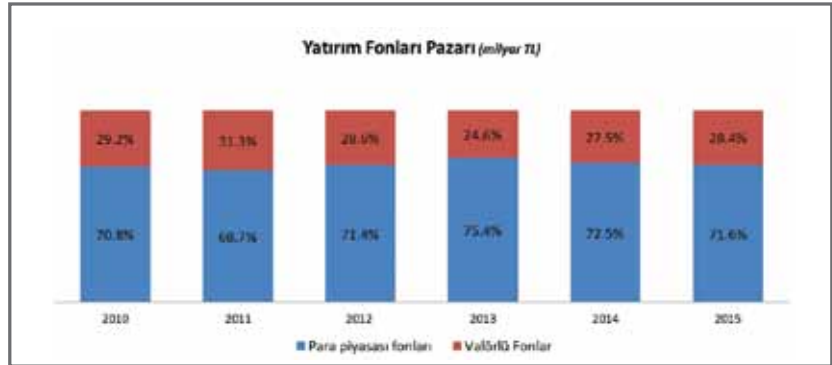
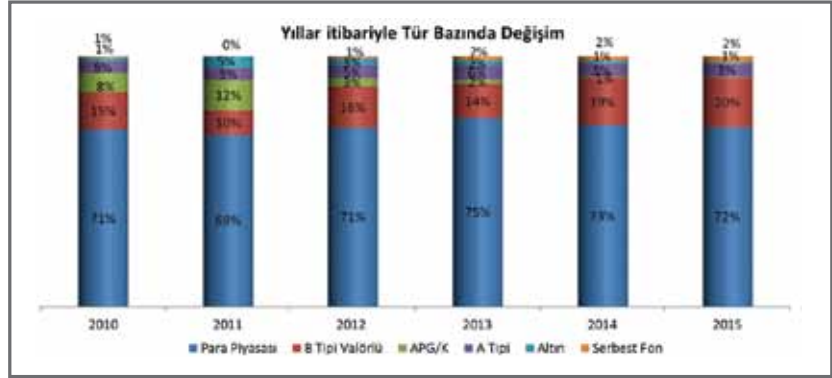
İlk üç çeyrekte büyüyen yatırım fonları pazarı, 4'üncü çeyrekte yerini küçülmeye bıraktı ve yıl içerisinde Eylül ayında 40,2 milyar TL'ye ulaşmasına rağmen, 2015 yılını 1,9 milyar TL ile %5 büyüyerek, 37,3 milyar TL büyüklük ile kapattı. İlk üç çeyrekte büyüme, ağırlıklı olarak Para Piyasaları fonlarından gelmekte idi. Dördüncü çeyrekte bu katkının tersine dönmesi ile toplam pazarda küçülme gerçekleşirken Para Piyasaları fonlarında 4'üncü çeyrekte 1,4 milyar TL daralma, tüm yıl boyunca ise toplam 1 milyar TL büyüme gözlemlendi. Yılbaşından beri en çok büyüyen ikinci fon türü ağırlıklı sabit



Ceren Angılı

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

getirili enstrümanlara yatırım yapan Borçlanma Araçları ve Değişken fonlar oldu, son çeyrekte bu fon türünde de küçülme gözlemlememize rağmen, yılbaşından beri yaklaşık 700 milyon TL büyüyerek toplam 2015 yılı büyümesinin %37'sini oluşturdu. Hisse senedi fonları geçtiğimiz sene sonunda 1,8 milyar TL büyüklüğe sahip iken, 2015 yılı sonunda piyasalardaki düşüşe rağmen büyüyerek 1,9 milyar TL'ye ulaştı ve %4,4 büyüdü. Serbest fonlar, 2015 yılında 214 milyon TL büyüdü ve toplam 850 milyon TL büyüklüğe ulaştı. 2015 yılında küçülen iki fon türü, Altın fonları ve Anapara Garantili/Korumalı fonlar oldu. Altın'ın yılbaşından beri USD bazında %10 değer kaybı Altın fonu'na olan ilgiyi de azaltarak yılbaşından beri küçülmesine neden oldu ve yaklaşık 130 milyon TL küçülerek, 245 milyon TL büyüklüğe geriledi. Son yıllarda popüleritesini kaybeden Anapara Korumalı fonlar ise yılı 25 milyon küçülerek 160 milyon TL seviyelerinde bitirdi. Yılbaşından beri valörlü fonları daha detaylı incelediğimizde, en fazla büyümenin toplam 350 milyon TL büyüme ile döviz varlıklara yatırım yapan Eurobond fonlarında ve Yabancı fonlarda olduğu gözlemleniyor. Eurobond fonları toplam 600 milyon TL'ye ulaşırken, Yabancı fonlar ise toplam 260 milyon TL oldu. Ayrıca



Değişken fonlarda da 270 milyon TL ile kayda değer büyüme görülürken, Özel Sektör Tahvil ve Bono (ÖST) fonları bu sene de büyümesine devam etti ve 150 milyon TL artarak yılı 2,1 milyar TL ile kapattı. Faizlerdeki yükselişe paralel olarak Tahvil ve Bono fonlarında yıl boyunca çıkışlar devam etti ve toplam 210 milyon TL küçülerek, 1 milyar TL seviyesine geriledi. Son yıllarda olduğu gibi TL bazında en yüksek büyümeyi 2015 yılında da para piyasası fonları gerçekleştirdi, fakat yüzdesel olarak 2014'e benzer şekilde

toplam Pazar büyümesinin üzerinde büyümesine devam eden tek tür, borçlanma araçları ve değişken fonlar oldu. Pazar 2014 yılında %15, 2015 yılında %5,3 büyürken, bu fon türleri ise sırasıyla %59 ve %10 büyüdü. Bu sene Pazar büyümesinin üzerinde büyüyen diğer fon türü ise %34 ile Serbest fonlar oldu. Bağımsız portföy yönetimi şirketlerinin sektörde daha aktif olarak rol almasının da etkisi ile, bu fon türlerinin önümüzdeki yılda da pazar büyüklüğüne pozitif etkisi olacağı öngörülebilir.

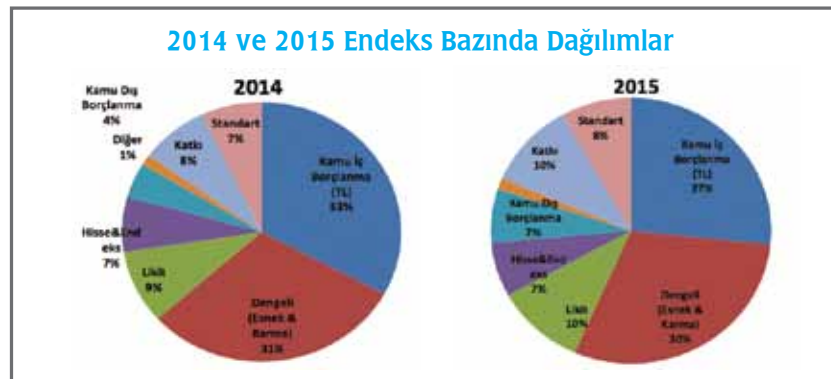
BİREYSEL EMEKLİLİK FONLARI PAZARI

- 2014 yılında pazarın üzerinde büyüyen Kamu Dış Borçlanma Araçları fonları 2015 yılında neredeyse iki katı büyüklüğe ulaştı ve 2014 yılı sonundaki 1,6 milyar TL büyüklükten 3,2 milyar TL'ye yükseldi.
- Büyüklük olarak yıllardır Kamu İç Borçlanma (TL) fonlarında olan tür bazında liderlik ise, 14 milyar TL'nin üzerinde büyüklüğe sahip Dengeli fonlara geçti.
- Yatırım fonları yatırımcılarının tersine emeklilik fonları yatırımcıları, emeklilik hesaplarında tercihlerini Altın fonlarından yana kullanmaya devam etti ve bu fon türü %82 ile 250 milyon TL'nin üzerinde büyüyerek 550 milyon TL'ye ulaştı.
- Devlet katkılarının değerlendirildiği Katkı fon türü 2013 yılı sonunda toplam pazarın %4'ü iken 2014 yılı sonunda %8'ine, 2015 yılı sonunda ise %10'una yükseldi.

Emeklilik Fonları pazarı 2015 yılında %27 büyüyerek, 10,2 milyar TL giriş gerçekleşmesi sonucu toplam 48 milyar TL'ye ulaştı. 2014 yılında pazarın üzerinde büyüyen Kamu Dış Borçlanma Araçları fonları bu sene de benzer yüksek büyümesine devam etti. Bu fon türü 2015 yılında neredeyse iki katı büyüklüğe ulaştı ve 2014 yılı sonundaki 1,6 milyar TL büyüklükten 3,2 milyar TL'ye yükseldi. Toplam büyüme katkısı ise %15 ile Dengeli (Esnek&Karma) fonlardan sonra ikinci sırada yer aldı. Son yıllarda daha çok yatırımcının yatırımlarını yönlendirdiğini gözlemlediğimiz, belirli oranlarla hisse senedi içeren Dengeli (Esnek&Karma) fonlar 2015 yılında TL olarak 2,8 milyar TL ile en çok büyüyen fon türü oldu. Büyüklük olarak da yıllardır Kamu İç Borçlanma (TL) fonlarında olan tür bazında liderlik 14 milyar TL'nin üzerinde büyüklüğe sahip Dengeli fonlara geçti. Kamu İç Borçlanma (TL) fonları piyasa koşullarının da etkisiyle 334 milyon TL ile sınırlı büyüdü ve toplam 12,8 milyar TL büyüklüğe ulaştı. Yatırım fonları ya-

tırımcılarının tersine emeklilik fonları yatırımcıları, emeklilik hesaplarında tercihlerini Altın fonlarından yana kullanmaya devam etti ve bu fon türü %82 ile 250 milyon TL'nin üzerinde büyüyerek 550 milyon TL'ye ulaştı. Hisse senedi fonlarında 600 milyon TL büyüme gerçekleşirken toplam büyüklük 3,2 milyar TL'ye ulaştı. Likit, Katkı ve Standart fonlarının 2015 yılında 4,7 milyar TL ile büyümeye %46 katkısı oldu ve toplam 13,9 milyar TL büyüklüğe ulaştı. Dev-

let katkılarının değerlendirildiği Katkı fon türü 2013 yılı sonunda toplam pazarın %4'ü iken 2014 yılı sonunda %8'ine, 2015 yılı sonunda ise %10'una yükseldi. Yıllar itibarıyla fon türlerinin toplam içindeki dağılımına bakıldığında Kamu İç Borçlanma Araçlarının 2012 sonundaki %50 seviyelerinden ciddi ölçüde Pazar payı kaybederek, 2015 yılsonunda %27 seviyelerine kadar gerilediği gözlenirken, Pazar payı kazanan fon türlerinin Kamu Dış Borçlanma fonları ile Standart fonlar olması dikkat çekici oldu.



MICHAEL LEWIS'den heyecanla okuyacağınız sıradışı bir öykü daha:



BÜYÜK AÇIK KIYAMET ÇARKININ İÇİNDE

MICHAEL LEWIS

Fiyatı: 35-TL -
ISBN: 9789758535866

Yalancının Poker'inin yazarı Michael Lewis'in yurt dışında çok okunanlarda liste başına yerleşen kitabı "Büyük Açık/ Kiyamet Çarkının İçinde" Ak Portföy'ün sponsorluğunda Scala Yayıncılık tarafından yayınlandı.

Michael Lewis, görüleyen 80'lerin unutulmaz romanı Yalancının Poker'inin devamı niteliğinde yazdığı ve yurtdışında liste başlarını zorlayan best-seller'i Büyük Açık'ta bu kez 2008 krizine odaklanıyor. "2008'i kim gerçekten gördü ve doğru değerlendirdi?" diye soruyor. "Kim gayrimenkul piyasasının bir kara delik haline geleceğini öngördü ve bu sayede milyarderler dolar kazandı? Herkes onları felâket tellâları gibi görüp umursamazken, hangi kişilik özellikleri bu az sayıda kişinin görüşlerinde ısrarcı olmasını sağladı?"

"2008 sonbaharında kamuoyu ABD borsasının çöküşünü öğrendiğinde haber çoktan eskimişti. Gecepek ve sessiz çöküş, bir yıl önce, gün ışığının girmedigi, SEC'in ayak basmaya cesaret veya zahmet etmediği tuhaf piyasalarda gerçekleşmişti. Çaylak trader'ların, borçlarını ödeyemeyen alt-orta sınıf Amerikalıların sıkıntıları üzerinden kâr sağlamak için anlaşılmasız menkul kıymetler kat ettikleri tahvil ve gayrimenkul türev piyasaları yerle bir olmuştu. Neler olduğunu veya olabileceğini anlatan bir avuç akıllı insan, umut ve korkuyla donup kalmış; konuşmuyorlardı." Bu bir avuç algılanmamış-gerçekten algılanmamış- kahramanın etrafında tüm çok satan kitapları kadar ilginç ve sıra dışı bir öykü kurgulayan Lewis, haksızlıklara karşı çıkışı ve öfkeyi kara mizahla harmanlıyor. Üstelik günümüzün en usta ve en eğlenceli tarih kayıtları olduğunu bir kez daha kanıtıyor.



İstiklal Cad. Han Geçidi Sok. No:113/3 B Galatasaray/Beyoğlu-İstanbul Tel: 0212.251.51.26 Faks: 0212.245.28.43 Web: scalakitapci.com E-mail: scala@scala.com.tr

 **SCALA Kitapçı**
Şşşt... Okuyorum!

her kitap
başka bir
yolculuk...



www.
scalakitapci.
com



TETETAKLAK BİR DÜNYADA YÜKSELEN PİYASALAR JEROME BOOTH

Barkod: 9786054650538

Fiyat: 45-TL

Sayfa: 468

Dünya tepetaklak olmuş. Yükselen piyasalar, yatırımcıların gerçekte fark ettiklerinden çok daha önemlidir. Geçtiğimiz birkaç on yıl içinde Batıyı yakalamaya başlamışlardır. Soğuk Savaş'ın bitiminden itibaren daha geniş piyasa değeriyle sayılmıştır ve onlarla birlikte kurumsal değişiklikler yükselen piyasaların daha üretken, esnek ve dirençli hale gelmesine katkıda bulunmuştur. 2008'den bu yana Batıda strese gelen finansal kriz yükselen piyasaların görece yükselişini hızlandırmıştır -- göreceli ekonomik gücü ve bununla birlikte politik gücü ve bunların yanında tasarruf yapan, yatırım yapan ve kredi veren ülkeler olarak finansal güçlerini arttırmışlardır.

Tepetaklak Bir Dünyada Yükselen Piyasalar: Portföy Dağılımı ve Yatırım Alanlarında Meydan Okuyan Algılar finans teorilerinin risk kavramını yanlış anladığını ve bu yanlışın zayıf yatırım kararları almaya neden olduğunu iddia ediyor. Yükselen piyasalar geleneksel finans teorilerinin neden yanlış olduğunu açıklayan iyi bir örnektir. Bu kitap yatırımcıların ve portföy dağılımı yapmanın şu anda önünde duran karmaşık ve değişen küresel çevreyi doğru biçimde tasvir etmektedir. Borsite indirgenen varsayımlar ve modeller kullanılması nedeniyle çoğu zaman geçiştirilen birçok soruyu ortaya getiriyor. Kitabın anlatımı portföy dağılımı yapmanın ve yatırıma için bir konu ve sorular takip listesi hazırlamaya yönlendiriyor ve bundan sonra çok çeşitli düzenleme ve politika sorunlarının tartışmasına giriyor.

Kurumsal ve bireysel yatırımcılar arasında ekonomi, finans, iş idaresi ve uluslararası ilişkiler öğrencilerini hedef alan Tepetaklak Bir Dünyada Yükselen Piyasalar birçok karmaşık fikri içlemektedir, ancak uzman olmayan okurun da yararlanması düşünülerek yazılmıştır.



İstiklal Cad. Han Geçidi Sok. No: 116/3B Beyoğlu-İST

Tel: 0 212 251 51 26 Fax: 0 212 245 28 43
E-mail: scala@scala.com.tr Web: www.scala.com.tr

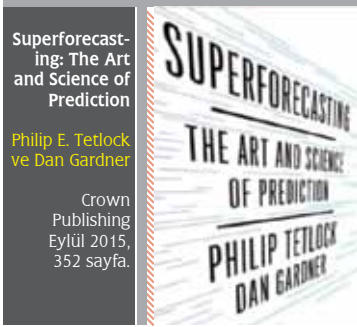
Sorularımızı cevaplayın, kitap kazanın!

Kurumsal Yatırımcı'nın 31. sayısında Ekim-Aralık 2015) Fon Dünyası sayfalarında yayınlanmış bilgilerden oluşan soruların doğru cevaplarını **4 Nisan 2016** tarihine kadar info@kyd.com.tr adresine gönderen 10 okuyucumuza Scala Yayıncılık'tan kitap hediye ediyoruz.

1- Robot endüstrisine yatırım yapan ilk yatırım fonunu kim kurdu?

2- Pimco'dan ayrılması geniş yankı yaratan Bill Gross'un yeni şirketinde yönettiği fon büyüklüğü nedir?

Tahmin yapmanın sanatı ve bilimi



Süper Tahmincilik: Tahminin Sanatı ve Bilimi (Superforecasting: The Art and Science of Prediction) The Economist ve Amazon.com tarafından 2015'in en iyi kitabı seçilirken, New York Times'ın en çok satanlar listesinde yer aldı. The Wall Street Journal'dan Jason Zweig, kitap hakkında "Daniel Kahneman'ın 'Düşünmek: Hızlı ve Yavaş'ından sonra, karar alma konusunda en önemli kitap"

diye yazdı. Philip E. Tetlock ve Dan Gardner'ın kaleme aldığı Süper Tahmincilik: Tahminin Sanatı ve Bilimi, geleceği daha iyi görmenin herkesin işine yarayacağı düşüncesinden yola çıkıyor. Hisse senedi seçmek olsun, yeni bir politika ya da yeni bir ürünü hayata geçirmek olsun ya da en basitinden haftanın yemek planını yaparken bile, öğrenecek yeni bir şeyler olduğunu düşünen Wharton Üniversitesi İşletme Fakültesi profesörü Philip E. Tetlock ve gazeteci Dan Gardner, tahmin konusunda bazı insanların neden yetenekli olduğunu ve bu yeteneğin öğrenilip öğrenilemeyeceğini tartışıyor. Son 10 yılını tahmin yapma

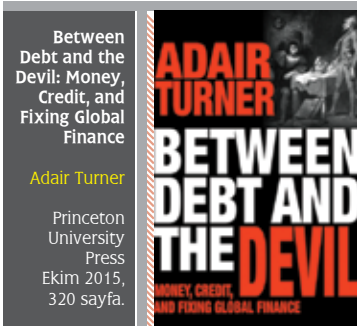
konusunda araştırmalara ayıran, borsacılarla film yönetmenlerine, tahmin turnuvası birincilerinden dans yarışması birincilerine kadar çeşitli kesimlerle konuşan, onların tahmin tekniklerinin analizini yapan Profesör Tetlock, bazı insanların şansın da ötesine geçen iyi tahminler yaptığını ve bunlara "süper tahminci" denilebileceğini vurguluyor. Bu elit grubun başları öykülerini bir araya toplayan ve bunlardan neler öğrenebileceğimizi bize aktaran yazarlar, David Petraeus ve Robert Rubin gibi üst düzey karar alıcılarla da görüşmelere yer veriyor. Ve bize şunu öğretiyorlar: İyi tahminler kesinlikle çok güçlü bilgisayarlar ya da gelişmiş yöntemler gerektirmi-

yor. Sadece çeşitli kaynaklardan kanıt toplamak, olasılığa dayalı olarak düşünmek, ekip ile çalışmak, kayıt tutmak, hayatı kabul edebilmek ve izlenen yolu değiştirebilmek yeterli oluyor.

The Bloomberg View'den Cass R. Sunstein, Süper Tahmincilik'in tahmin konusunda en önemli bilimsel çalışma olduğunu söylerken, The Economist'teki yazıda, kitaptaki tekniklerin ve yetkin kişilerin tahmin alışkanlıklarının herkese sunulmuş bir armağan olduğu vurgulanıyor.

The Washington Post, "kanıt bazlı tahmin için tam zamanı" diye yazarken, Forbes ise Tetlock'un 'Gelecek Vaad Eden Süper Tahminci için 10 Emir' çalışmasının iş dünyasında toplantı odalarında şeref konuğu olabileceğini ifade etti.

Krizin gerçek nedeni: Kredilere aşırı bağımlılık



Adair Turner, 2008'de finansal kriz tüm dünyayı sarstığında İngiltere'nin Finansal Hizmetler Kurumu'nun başkanıydı ve küresel finansal düzenlemelerin yeniden tasarlanmasında başrollerden birini oynadı. Turner, bu kafa açıcı kitabında finansal krize nelerin neden olduğunu doğrudan anlatıyor ve diyor ki;

Kriz bankalar batamayacak kadar büyük olduğundan değil, insanlar tüketici kredilere aşırı bağımlı olduğundan kaynaklandı.

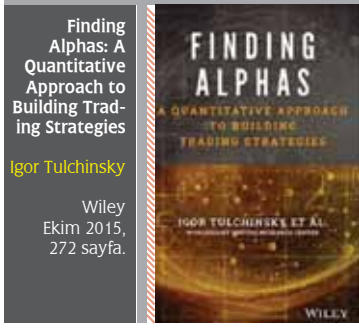
Borç ve Şeytan Arasında: Para, Kredi ve Küresel Finansı Kurmak (Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance) ekonomik büyümeyi hızlandırmak için kredi büyümesine ihtiyaç olduğu ve enflasyon düşük kaldığı sürece artan borcun sorun yaratmayacağı inancına karşı çıkıyor. Turner, gerçekte kredilerin çoğu kez gayrimenkul balonuna ve ardından patlamasına neden olduğunu, bunun da finansal krizi ve durgunluğu beraberinde getirdiğini savunuyor.

Kitapta Turner, ayrıca büyümeyi yönetmek ve kredi yaratımı tahsisatı için niçin kamu politikalarının gerektiğini ve ayrıca borcun niçin bir tür ekonomik kirlilik gibi vergilendirilmesi gerektiğini analiz ediyor. Bankaların daha fazla sermayeye ihtiyacı olduğunu, gayrimenkul borçlanmasının sınırlandırılması gerektiğini, eşitsizlikle ve hızla artan gayrimenkul fiyatlarıyla da mücadele edilmesi gerektiğini de savunuyor.

Borç ve Şeytan Arasında, Financial Times'ta Martin Wolf'un seçimiyle 2015'in En İyi Ekonomi Kitapları'ndan biri olarak yer alırken, Wall Street Journal'da Edward Chancellor, "geniş kapsamlı

araştırılmış ve çok iyi yazılmış" diye niteledi. The Economist ise, "Eğer gelişmiş ekonomiler yeniden resesyona girerse, Lord Turner'ın fikirlerini daha fazla duyacağız" diye yazdı. George Soros, gelecekteki krizlerden kaçınmak için bu fikirlerin kesinlikle geniş kapsamlı olarak tartışılması gerektiğini ifade etti. Nobel ödüllü ekonomist Joseph Stiglitz, Turner'ın yeni ve derin fikirlerinin parasal ekonomi için dönüm noktası olduğunu belirtirken, FED eski Başkanı Paul Volcker, bir "başyapıt" olarak nitelediği kitapta Turner'ın nelerin yanlış gittiğini ve tekrar nelerin yanlış gidebileceğini ortaya koyduğunu vurguladı.

Bilgiyi ayıklayarak Alfa ile resmin bütününe görmek



Alpha'ları Bulmak: İşlem Stratejisi İnşa Etmeye Sayısal Bir Yaklaşım (Finding Alphas: A Quantitative Approach to Building Trading Strategies) daha başarılı işlem stratejileri için alfa'ları tanımlayarak pratik bir rehber oluşturmaya çalışıyor. Igor Tulchinsky'nin kaleme aldığı bu kitap, size bir şeyi yapmayı ve o işi çok iyi yapmayı öğretiyor: Alfa'ları tasar-

lamak... Elinizdeki verilerin içindeki gizli sinyalleri keşfederek, yeni işlem yöntemlerini üretmenizi sağlayacak pratik bir rehber bu...

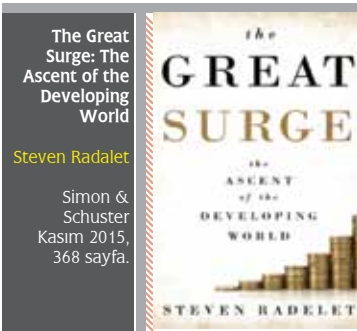
WorldQuant'ın kurucusu ve CEO'su Igor Tulchinsky başta olmak üzere deneyimli çalışanlarının katkılarıyla kaleme alınan kitapta, işlem sinyallerini simyacı titizliğinde üretmenin sanatı detaylı bir biçimde okuyucuya sunulurken, size keşfetmek ve uygulamak için gerekli aletlere nasıl erişeceğiniz de öğretiliyor.

Alfa; menkul değerlerde işlem yapan finansal bir algoritma... Kitapta yer alan çeşitli görüşlerdeki ancak sonuçta alfa tasarımı konusunda ortak görüş açısına sahip makaleler,

teoriden teknik görünüme kadar çok farklı konuları içeriyor. Finans mühendisleri, sayısal araştırmacılar ve yatırım uzmanları için bir başucu kitabı niteliğindeki bu kitap ile enformatif araştırmanın, temel analizin, istatistiksel arbitrajın, alfa çeşitliliğinin ve çok daha fazlasının yap ve yapma'larını kavrayacaksınız. Finans sektöründe veri miktarı inanılmaz hızda büyüdükçe, milyonlar ve milyarlarca çözümü zor ve bazen yanıltıcı bilgiyle karşı karşıya olan işlemcilerin bütün resmi görmesinin imkanı kalmadı. WorldQuant'ın yenilikçi uzmanları, kendi eşsiz yaklaşımlarıyla sundukları alfa tasarımı modeliyle size bilgi-

nin nasıl ayıklanacağını, işlem sinyallerinin nasıl üretileceğini gösteriyorlar. Böylece, alfaları tanımlayan bu pratik rehber sayesinde daha başarılı işlem sistemleri tasarlayacaksınız. Kitabın yazarı Igor Tulchinsky, dünya çapında temsilcilikleri bulunan kurumsal yatırım yönetimi firması WorldQuant'ın kurucusu ve CEO'su... Aynı zamanda fen bilimleri ve sayısal çalışmalar alanındaki öğrencilere burs sağlayan WorldQuant Vakfı'nın da kurucusu olan Tulchinsky, eğitimin herkes için erişilebilir ve ücretsiz olması gerektiği inancıyla, sayısal finans alanında ücretsiz online yüksek lisans programı sunan WorldQuant Üniversitesi'ni kurdu.

Gelişmekte olan dünyadaki büyük değişimin bilançosu



Gelişmekte olan ülkeler konusunda saygın bir uzman ve danışman olan Steven Radalet, küresel yoksulluğun öyküsünü değişik bir bakış açısıyla inceliyor. Radalet, yoksulluğun nasıl azaltıldığını, gelirlerin nasıl arttığını, sağlığın gelişimini, şiddetin azaltılmasını ve demokrasinin yaygınlaşmasını ele alırken, bu olumlu gelişmelerin nasıl sürdürüleceğini de analiz ediyor. Büyük Dalga: Gelişen Dünyanın

Yükselişi (The Great Surge: The Ascent of the Developing World) gelişmekte olan ülkelerde şimdiye dek yaşanan gelişmelerin bir hesaplaşması niteliğinde...

1990'ların başından itibaren 700 milyon insanın mutlak yoksulluktan kurtulduğu, her yıl en az 6 milyon çocuğun bulaşıcı hastalıklardan hayatını kaybetmekten kurtulduğu, on milyonlarca kız çocuğunun okula gitmeye başladığı, milyonlarca insanın temiz suya eriştiği ve birçok gelişmekte olan ülkenin demokrasiye kavuştuğu ifade ediliyor.

Kuşkusuz birçok insan hala tam tersini düşünüyor. Çin ve Hindistan'da belli bir kesimin haricinde gelişmekte olan ülkelerde büyük çoğunluğun derin yoksulluk içinde olduğu, yetenezsiz diktatörler tarafından açlık, bulaşıcı hastalıklar, şiddet

ve en önemlisi değişim için çok az umut içinde yönetildiği savunuluyor.

Büyük Dalga'nın yazarı Steven Radalet ise, Soğuk Savaş'ın sona ermesiyle birlikte ekonomik, sosyal ve siyasi dönüşüm yaşayan gelişmekte olan ülkelerde, yeni teknolojilerin gelişmesi, küreselleşme ve cesur liderler ile birlikte milyonlarca insanın kaderinin değiştiğini vurguluyor. Daha önemlisi kitap, küresel yoksulların siyasi, ekonomik ve sosyal gelişimini hızlandırmak için iklim değişikliği, kaynak talebi, ekonomik ve politik kötü yönetim gibi olumsuzluklarla nasıl mücadele edileceği konusunda da yol gösteriyor.

Siyasal bilimci Francis Fukuyama, kitapla ilgili tanıtım yazısında, dünyanın son yıllarda nasıl hızla daha iyi hale geldiğini anlatarak

Steven Radalet'in parlak bir çalışmaya imza attığını ve günümüzün moda karamsarlığına karşı dikkatli bir panzehir olduğunu vurguluyor.

Müziyen ve risk sermayesi girişimcisi Bono ise, kitabın klişelerden ayrılarak, insanlığın son 20 yıldaki en büyük kazanımlarını dikkatli ve detaylı bir şekilde tanımladığını belirterek, "Kuşkusuz işimiz daha bitmedi, Steve Radalet eğer istiyorsak daha neler yapabileceğimizi sıralıyor" diyor.

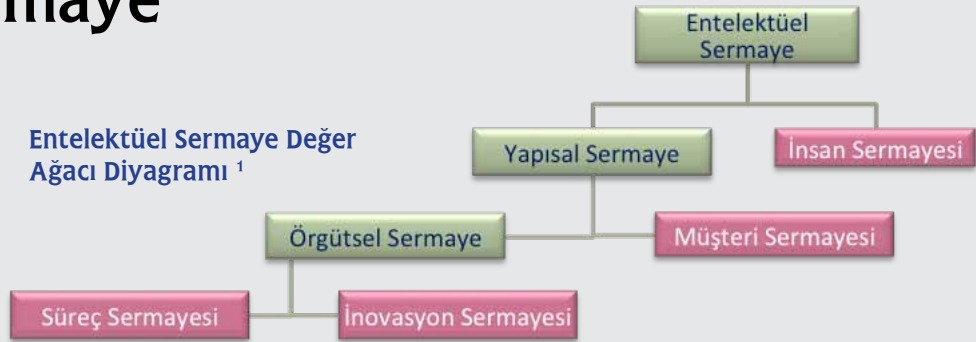
Coca-Cola Company'nin Başkanı ve CEO'su Muhtar Kent, Georgetown Üniversitesi profesörü Steven Radalet'in halen devam etmekte olan büyük değişimi canlı, cesur ve ilgi uyandıran bu kitapta dile getirdiğini vurgulayarak, yakın geçmişin ve gelecekte olacakların yol haritasını sunduğunu ifade ediyor.



Şirket Aktiflerinde Önemli Bir Kalem: Entelektüel Sermaye

Entelektüel sermaye, bir firmanın bilançosuna yansıtılmayan tüm finansal olmayan varlıkları olarak tanımlanmaktadır. Literatürde entelektüel sermayenin analiz edilebilmesi açısından, entelektüel sermaye değer ağacı kullanılır. Söz konusu ağaç, Leif Edvinsson tarafından geliştirilmiştir ve bir şirketin entelektüel sermayesinin analizinin yapılmasına yöneliktir. Diyagramdan da anlaşıldığı üzere, söz konusu modelde entelektüel sermaye yapısal ve insan sermayesi olarak iki kısma ayrılmıştır. İnsani sermaye (Human Capital) şirket içerisinde çalışan bireylerin entelektüel altyapılarını ifade etmektedir. Yapısal sermaye ile insan sermayesi arasındaki fark yapısal sermayenin tamamıyla şirkete ait olması, insan sermayesinin ise şirketin geçici bir varlığı olduğudur. Yapısal sermaye de iki ayrı alt grupta incelenir. Müşteri sermayesi, şirketin

Entelektüel Sermaye Değer Ağacı Diyagramı ¹



müşterileriyle kurmuş olduğu ilişkinin değerini vermektedir. Örgütsel sermaye ise yine iki ayrı grupta incelenmektedir. Bunlardan süreç sermayesi ile şirketin sahip olduğu tüm destek sistemleri, süreç dokümantasyonu, manüeller ve IT sistemleri kastedilmekte iken, inovasyon sermayesi şirketin sahip olduğu patentlerinden, marka ve belgelendirilmiş yenilikçi iş fikirlerinden oluşmaktadır. Bu noktada, entelektüel sermayeyi aşağıdaki bileşenlerle tanımlamak mümkündür.

- a) İnsan Sermayesi
- b) Müşteri sermayesi
- c) Süreç sermayesi

d) İnovasyon sermayesi
Tüm bu kalemler incelendiğinde genelde organizasyonların, özelde ise firmaların yukarıda sayılan ve finansal olmayan varlıklarının öneminin aslında bir tür know how'dan oluşmasından ve aslında bu tür spesifik organizasyonel bilginin kendilerini diğer şirketlerden ayırıcı kılmasından ortaya çıktığı anlaşılmaktadır. Şirketlerin aktif kompozisyonları gittikçe değişmektedir ve klasik aktif kalemleri yerini insani ve örgütsel sermayeye bırakmaktadır. Gerçekten de entelektüel sermayenin firmaların en önemli varlıkları arasında olduğu kabul



Serkan Karabacak
Suryapı SPV
Yönetim Kurulu Üyesi

görmüştür. Örneğin Blair (1995) maddi varlıklar ile maddi olmayan duran varlıkların birbirlerine olan oranlarının 1962 yılında %62 ile %38 arasında olduğunu tespit etmiştir². Buna karşılık söz konusu oran 1992 yılı itibarıyla tam tersi aşamaya gelmiştir. Dolayısıyla şirketler artık gittikçe artan bir oranda entelektüel sermayeye önem vermekte ve varlıkları arasında göstermektedirler. Literatürde entelektüel sermayenin örgütsel performansı artırdığı genel kabul görmüştür. Bu noktada entelektüel sermayenin bilgi tabanlı şirketlerin ana parametresi olduğu da kabul edilmektedir. Entelektüel sermayenin firmaların diğer varlıklarından daha önemli olduğunu ifade eden Seemann (2000) ise, üst düzey yöneticiler arasında entelektüel sermayenin gittikçe artan bir oranda önemsendiğini ve firma değerlemelerinde artık maddi olmayan duran varlıkların performansının araştırıldığını ifade etmiştir³. Bu çalışmadan artık şirketlerin gayrimenkul gibi maddi duran varlıklarının değerlemeye tabi tutulsa bile asıl önemli

varlıklarının entelektüel sermayeleri olduğu ortaya çıkmaktadır. Marr (2008) da aynı şekilde bundan böyle organizasyonların fiziksel varlıklarının bir öneminin kalmadığını ileri sürerek, şirketlerin entelektüel sermayelerinin firmaları diğerlerinden ayıracı en önemli varlık olduğunu iddia etmektedir⁴. Örneğin Walmart'ın büyük depo altyapısının doğru lokasyonlarda mağaza açmadıkça, müşterileri hakkında doğru bilgiye sahip olmadıkça veya stok yönetimi hususunda doğru bilgileri haiz olmadıkça çok öneminin bulunmadığını ifade etmiştir. Yukarıda özetlenen ve birbirlerini doğrulayan tüm bu çalışmalardan artık kurumların en önemli değerlerinin maddi duran varlıkları yerine, entelektüel sermayeleri olduğu ve sürdürülebilir ve aynı zamanda rekabetçi olmanın belki de yegane yolunun, bu tür varlıklara sahip olmaktan geçtiği açığa çıkmaktadır. Diğer taraftan, yukarıda ifade edilen söz konusu alt grupların değerlendirilmesi için literatürde yine dört ayrı alt başlık kullanılmaktadır. Bunlar entelektüel sermayenin değerlendirilmesi için yeterli sayıda bilgiyi sağlamaktadır:

- Marka Gücü (Brand Strength)
- Yönetim Kurulu ve Üst Yönetim kapasitesi ve motivasyonu (Management and Board Competence and Motivation)
- Şirket İnovasyon Gücü (Innovation Power)
- Organizasyonel Bilgi (Person Independent Knowledge)

Görüldüğü üzere, şirketlerin değerlendirilmesinde artık menkul ve gayrimenkul varlıklardan ziyade entelektüel sermayelerinin değerleri ön plana çıkmıştır. Bu kapsamda şirketler için en önemli mesele en iyi insan kaynağına sahip olmak ve bu insan kaynağının şirketin

çıktılarına, yapısına ve organizasyonel süreçlerine en fazla katkıyı yapmalarını sağlayabilmek olmalıdır. Gerek finansal servislere dayalı şirketlerde gerekse de normal üretim işletmelerinde inovatif yapıların altyapılarının kurulabilmesi rekabet edebilir ve nihai olarak sürdürülebilir olma açısından en önemli politika unsuru olmalıdır. Dolayısıyla tüm bu döngünün belirleyicisi olan yetişmiş insan kaynağına sahip olmanın şirketler açısından ne kadar önemli olduğu çok açıktır. Diğer taraftan, herhangi bir organizasyon için ileri sürülebilir bu analiz elbette ülkeler için de geçerlidir. Ülkemizin mevcut durumdaki büyüme modelinin hemen her alanda yetişmiş ve nitelikli insan kaynağının gerek sayısının artırılması, gerekse de daha da nitelikli hale getirilmesi kapsamında düşünülebilecek yatırımları ön plana alarak değiştirilmesi gerekmektedir. Aslında ambidexterity management dediğimiz ve kısa süreli amaçları en çoklarken uzun vadeli amaçları da dikkate alabilme ya da gözden çıkarmama olgusunun ülke yönetimlerinde de benimsenmesi durumunda, her açıdan büyük ülke hedefimizin gerçekleşmesi mümkündür. Aksi takdirde bu türden hedefler maalesef bir temenni olarak kalacaktır.

¹ Corporate Valuation, David Frykman, Jakob Tolleryd, FT Prentice Hall, 2003

² Blair MB, Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century, Washington DC, Brookings Institution.

³ Seemann De Long, Stucky, Guthrie, Building Intangible Assets: A strategic framework for investing in intellectual capital, MIT Press, 2000.

⁴ Bernard Marr, Impacting Future Value: How to Manage your Intellectual Capital, The Society of Management Accountants of Canada, 2008.

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

Avrupa yatırım fonu varlıkları 2015 3. çeyrekte %4.1 azaldı

Avrupa UCITS ve yeni sınıflandırmaya göre AIFlerin toplam varlıkları Eylül 2015 sonu itibariyle 12.11 trilyon Euro düzeyine geriledi.

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği'nin (EFAMA) açıkladığı dönemsel istatistiklere göre, Avrupa'da toplam yatırım fonu varlıkları yılın üçüncü çeyreği itibariyle yüzde 4.1 kayıpla 12.11 trilyon Euro düzeyinde gerçekleşti.

Avrupa yatırım fonu piyasasının yüzde 64.3'ünü oluşturan UCITS'e yatırılan varlık büyüklüğü üçüncü çeyrek itibariyle yüzde 4.7 düşüşle 7.78 trilyon Euro olurken, yüzde 35.7'sini oluşturan AIF'lerin büyüklüğü 4.33 trilyon Euro düzeyindeydi.

Avrupa Yatırım Fonu Endüstrisi Net Varlık Değerleri

Üye Ülkeler	30/09/2015		30/06/2015		31/12/2014	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim ⁽²⁾	EUR m	% değişim ⁽²⁾
Avusturya	164,883	1.4%	170,425	-3.3%	162,522	1.5%
Belçika	122,974	1.0%	120,743	1.8%	113,864	8.0%
Bulgaristan	415	0.0%	438	-5.2%	414	0.3%
Hırvatistan	2,230	0.0%	2,417	-7.7%	2,143	4.1%
Çek Cumhuriyeti	7,277	0.1%	7,174	1.4%	6,143	18.5%
Danimarka	238,349	2.0%	247,693	-3.8%	230,234	3.5%
Finlandiya	92,620	0.8%	97,373	-4.9%	85,060	8.9%
Fransa	1,657,430	13.7%	1,696,011	-2.3%	1,598,295	3.7%
Almanya	1,672,416	13.8%	1,716,788	-2.6%	1,584,940	5.5%
Yunanistan	7,057	0.1%	7,148	-1.3%	7,446	-5.2%
Macaristan	17,999	0.1%	17,978	0.1%	17,509	2.8%
İrlanda	1,780,224	14.7%	1,857,941	-4.2%	1,663,894	7.0%
İtalya	275,164	2.3%	276,311	-0.4%	253,449	8.6%
Lihtenştayn	41,271	0.3%	43,584	-5.3%	38,277	7.8%
Lüksemburg	3,366,826	27.8%	3,528,131	-4.6%	3,094,987	8.8%
Malta	9,909	0.1%	9,961	-0.5%	9,727	1.9%
Hollanda	68,698	0.6%	71,935	-4.5%	74,103	-7.3%
Norveç	92,919	0.8%	102,522	-9.4%	92,438	0.5%
Polonya	54,658	0.5%	54,842	-0.3%	48,928	11.7%
Portekiz	21,971	0.2%	22,602	-2.8%	22,986	-4.4%
Romanya	6,137	0.1%	6,197	-1.0%	5,718	7.3%
Slovakya	5,600	0.0%	5,653	-1.0%	5,365	4.4%
Slovenya	2,192	0.0%	2,404	-8.8%	2,143	2.3%
İspanya	248,705	2.1%	254,062	-2.1%	229,162	8.5%
İsveç	263,004	2.2%	283,533	-7.2%	252,800	4.0%
İsviçre	465,108	3.8%	491,007	-5.3%	420,487	10.6%
Türkiye	24,832	0.2%	27,137	-8.5%	27,659	-10.2%
İngiltere	1,403,005	11.6%	1,509,897	-7.1%	1,319,171	6.4%
Tüm fonlar	12,113,873	100.0%	12,631,907	-4.1%	11,369,863	6.5%
UCITS	7,784,358	64.3%	8,168,179	-4.7%	7,230,515	7.7%
AIFler	4,329,515	35.7%	4,463,728	-3.0%	4,139,348	4.6%

1. Eylül 2015 sonu – Haziran 2015 sonu karşılaştırması 2. Eylül 2015 sonu – Aralık 2014 sonu karşılaştırması

NET SATIŞLAR

UCITS fonlara üçüncü çeyrekte net para girişi 55 milyar Euro oldu. Böylece ikinci çeyrekteki 114 milyar Euro düzeyinin altına indi. Uzun vadeli fonlar 33 milyar Euro, hisse fonlar 13 milyar Euro net para girişi ile ikinci çeyrekteki düzeylerine göre gerileme kaydetti. Bono fonlarından ise 19 milyar Euro net para çıkışı yaşandı. Çoklu varlık fonlarında da net para girişi ikinci çeyreğe göre azalarak 34 milyar Euro'ya indi. Para piyasası fonları ise tersine bir eğilim göstererek, 21 milyar Euro para girişine sahne oldu. Geçen yılın ilk dokuz aylık bölümü itibariyle toplam UCITS net satışları 452 milyar Euro ile önceki yıl aynı dönemdeki 404 milyar Euro'nun üzerinde bulunuyordu. Üçüncü çeyrek sonu itibariyle 2015 yılında toplamda en fazla para girişi sağlayan ülkeler 234 milyar Euro ile Lüksemburg, 72 milyar euro ile Fransa, 38 milyar Euro ile İrlanda, 30 milyar Euro ile İspanya ve 25 milyar euro ile İtalya oldu. AIF'lere üçüncü çeyrekte net para girişi 33 milyar Euro ile ikinci çeyrekteki 48 milyar Euro düzeyinin altında gerçekleşti. UCITS piyasasında olduğu gibi, bono fonları dışında tüm AIF kategorileri net para girişi kaydettiler.

UCITS VARLIKLARI %4.7 KÜÇÜLDÜ

Üçüncü çeyrekte UCITS net varlıkları yüzde 4.7 azalışla 7.78 trilyon Euro düzeyine indi. Hisse fonların net varlıkları yüzde 9.1 azalarak 2.83 trilyon Euro, bono fonları net varlıkları yüzde 4,5 küçülerek 2.12 trilyon Euro'ya geriledi. Para piyasası fonları ise varlık büyümesi kaydedilen (%3) tek fon kategorisi oldu. Çoklu varlık fonları varlıkları ise yüzde 3.6 kayıpla 1.36 trilyon Euro düzeyine geriledi. AIF'lerin net varlıkları da yüzde 2.2 azalarak Eylül 2015 sonu itibariyle 4.29 trilyon Euro düzeyinde gerçekleşti.

ÜLKELERE GÖRE FON SAYILARI

Avrupa yatırım fonu piyasasında toplam fon sayısı, yani UCITS ve AIF fonların tamamının sayısı, 2015 üçüncü çeyrek itibariyle yüzde 0.5 artarak 55,736 adet oldu. Üçüncü çeyrek sonunda, UCITS fonlar 29,632 adet bireysel fon ile Avrupa yatırım fonu piyasasının yüzde 53.2'sini, AIF fonlar ise 26,104 fon ile piyasanın yüzde 46.8'ini oluşturuyordu.

Avrupa Yatırım Fonu Sektöründe Fon Sayısı

Üye Ülkeler	30/09/2015		30/06/2015		31/12/2014	
	UCITS	AIF	UCITS	AIF	UCITS	AIF
Avusturya	1,067	1,023	1,074	1,015	1,082	1,018
Belçika	565	806	565	806	489	915
Bulgaristan	104	1	104	1	105	1
Hırvatistan	83	31	82	31	82	29
Çek Cumhuriyeti	143	2	140	2	138	2
Danimarka	559	332	562	335	538	331
Finlandiya	344	107	351	107	352	116
Fransa	3,388	7,722	3,414	7,813	3,063	8,210
Almanya	1,724	4,246	1,698	4,195	2,044	3,803
Yunanistan	164	6	164	6	167	4
Macaristan	13	570	13	557	13	564
İrlanda	3,725	2,355	3,655	2,352	3,561	2,272
İtalya	776	377	755	381	719	391
Lihtenştayn	711	520	688	511	613	376
Lüksemburg	9,615	4,466	9,540	4,475	9,330	4,519
Malta	80	542	71	522	64	530
Hollanda	87	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Norveç	644	0	637	0	619	0
Polonya	298	470	310	479	300	462
Portekiz	134	301	131	305	140	319
Romanya	71	31	73	31	72	32
Slovakya	66	21	67	21	67	20
Slovenya	112	0	112	0	113	0
İspanya	1,475	827	1,445	862	1,329	958
İsveç	466	109	469	109	563	12
İsviçre	860	175	859	185	853	176
Türkiye	390	46	383	37	404	50
İngiltere	1,968	1,018	1,979	946	1,977	1,007
Ara Toplam	29,632	26,104	29,341	26,084	28,797	26,117
Toplamda Payı (%)	53.2%	46.8%	52.9%	47.1%	52.4%	47.6%
Toplam Fon Sayısı	55,736		55,425		54,914	

Dünya Yatırım Fonları net varlıkları %5.9 küçüldü

Dünya düzenlenmiş açık uçlu yatırım fonu varlıkları 2015 üçüncü çeyrek sonunda yüzde 5.9 azalışla 34.89 trilyon Euro düzeyine geriledi. Bu düşüş, büyük ölçüde hisse senedi fonlarının kötü performansına bağlandı.

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA) ve ABD Investment Company Institute (ICI) tarafından derlenen ve 46 ülkeyi kapsayan Dünya Fon İstatistikleri 2015 yılı 3. çeyrek sonuçlarına göre, dünyada düzenlenmiş açık uçlu yatırım fonu varlıkları büyüklüğü yüzde 5.9 azalışla 34.89 trilyon Euro'ya indi.

Dolar bazında ise, küresel yatırım fonu varlıkları önceki çeyreğe göre yüzde 5.7 azalıp 39.1 trilyon Dolar oldu.

Dünyada açık uçlu yatırım fonlarına yılın üçüncü çeyreğinde toplam 230 milyar Euro net para girişi

oldu. İkinci çeyrekte ise 596 milyar Euro düzeyindeydi.

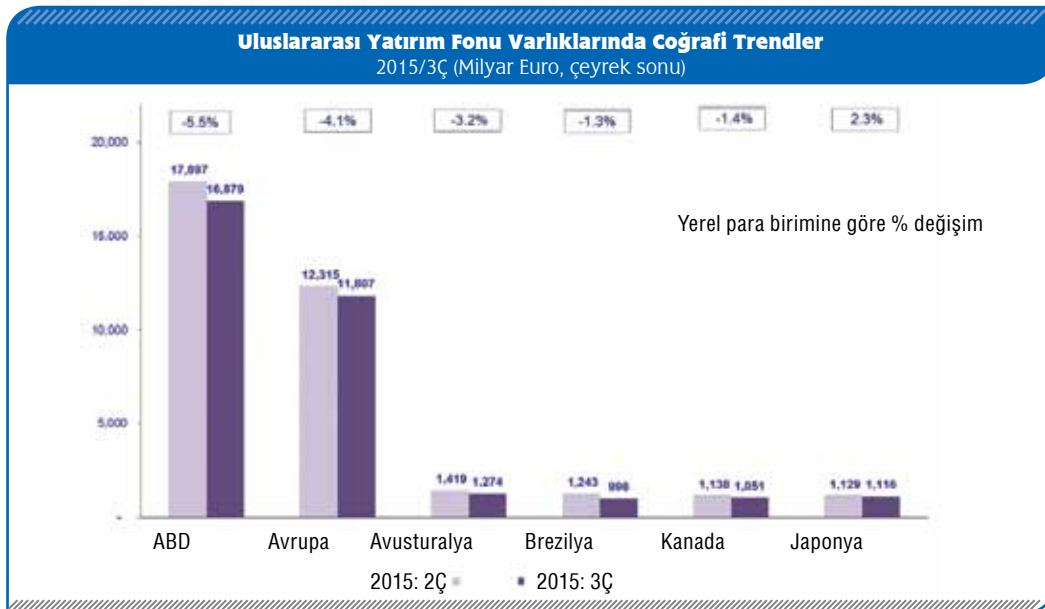
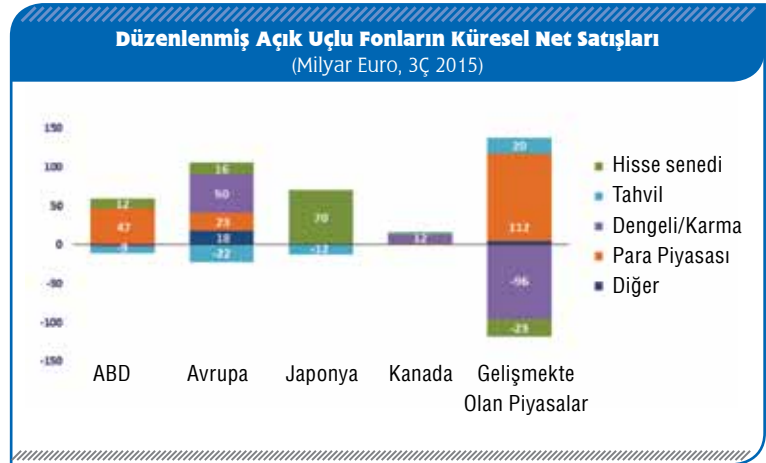
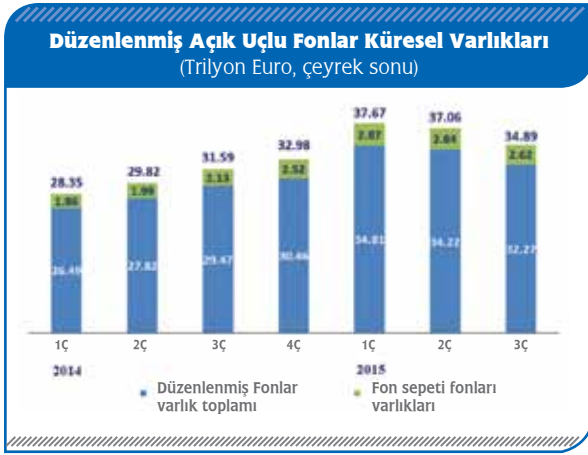
Hisse fonlara üçüncü çeyrekte 79 milyar Euro net para girişi gelirken, ikinci çeyrekteki 121 milyar Euro'nun altında kaldı. Küresel olarak bono fonlarından 21 milyar Euro çıkış oldu. İkinci çeyrekte ise 101 milyar Euro giriş yaşanmıştı.

Para piyasası fonlarından ikinci çeyrekte yaşanan 20 milyar Euro çıkışa karşılık, üçüncü çeyrekte 181 milyar Euro net giriş oldu. Dengeli/karma fonlardan çıkışlar ise küresel bazda 34 milyar Euro toplamına ulaştı. İkinci çeyrekte bu kategoriye 342 milyar Euro para girişi gözlenmişti.

Net Varlıklar

Üçüncü çeyrekte dünya çapında hisse fonları net varlıkları yüzde 9.7 oranında azalışla 13.7 trilyon Euro'ya geriledi. Dengeli/karma fonlar yüzde 6.6 azalışla 6.4 trilyon Euro'ya, bono fonları yüzde 4.5 küçülerek 7.3 trilyon Euro'ya inerken, para piyasası fonları net varlıkları ise yüzde 5.2 oranında artışla 4.3 trilyon Euro düzeyine çıktı.

Dünya düzenlenmiş açık uçlu yatırım fonları varlıklarının yüzde 39'u hisse fonlarda, yüzde 21'i bono fonlarında, yüzde 18'i dengeli/karma fonlarda ve yüzde 12'si para piyasası fonlarında yer aldı.



Not: Fon sepeti fonları dahildir.

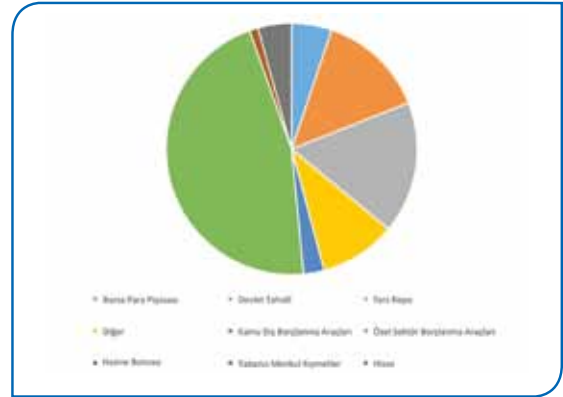
Yatırım Fonlarında 2015 Dördüncü Çeyrek

Yatırım Fonlarında Büyüme

		Eylül 15	Aralık 15	Değişim	Eylül 15	Aralık 15
		İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	%	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Yatırım Fonları	Borçlanma Araçları	18.145.868.481,77	18.873.550.357,75	4,01	21,98	22,24
	Fon Sepeti Fonları	162.564.226,91	159.618.492,88	-1,81	0,20	0,19
	Hisse Senedi	1.278.420.297,21	1.417.807.603,75	10,90	1,55	1,67
	Karma & Esnek Fonlar	4.728.263.864,77	3.845.708.938,92	-18,67	5,73	4,53
	Katılım Fonları	75.965.921,71	100.614.245,65	32,45	0,09	0,12
	Kıymetli Madenler	324.271.446,37	277.688.193,20	-14,37	0,39	0,33
	Para Piyasası	13.482.488.685,08	11.961.383.979,06	-11,28	16,33	14,10
		38.197.842.923,82	36.636.371.811,21	-4,09	46,28	43,18

Yatırım Fonlarında Varlık Dağılımı

Varlık Dağılımları	31.12.2015
Borsa Para Piyasası	5,15
Devlet Tahvili	13,83
Ters Repo	16,88
Diğer	9,84
Kamu Dış Borçlanma Araçları	2,64
Özel Sektör Borçlanma Araçları	45,97
Hazine Bonosu	0,00
Yabancı Menkul Kıymetler	1,10
Hisse	4,32



Yatırım Fonlarında Genel Değişim

	İlk Tarih 30/09/2015	Son Tarih 31/12/2015	Değişim (%)
Yatırım Fonları	38.197.842.923,82	36.636.371.811,21	-4,09

Yatırım Fonlarında Büyüklük

	Mart 15		Haziran 15		Eylül 15		Aralık 15	
	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı	Büyüklük (Milyon TL)	Fon Sayısı
Borçlanma Araçları Fonları	16.803,65	91	16.826,33	91	18.145,87	91	18.873,55	93
Fon Sepeti Fonları	118,84	7	185,87	7	162,56	8	159,62	11
Hisse Senedi Fonları	1.337,03	72	1.310,28	72	1.278,42	73	1.417,81	76
Karma ve Değişken Fon	4.921,39	88	5.092,55	91	4.728,26	94	3.845,71	97
Katılım Fonları	34,39	17	47,31	18	75,97	21	100,61	24
Kıymetli Madenler Fonları	432,60	16	385,03	16	324,27	16	277,69	16
Para Piyasası Fonları	13.301,30	28	13.431,00	28	13.482,49	28	11.961,38	28
TOPLAM	36.949,21	319	37.278,37	323	38.197,84	331	36.636,37	345

Tür Bazında Büyüklük

		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı	İlk Portföy Değer	İlk Portföy Değer	Değişim (%)	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı	
Yatırım Fonları	Borçlanma Araçları Fonları	Diğer Borçlanma Araçları Fonları (*)	55	56	15.549.201.917,05	15.561.243.282,94	0,08	18,84	18,34
		Kamu Borçlanma Araçları Fonları	10	10	113.023.594,56	81.025.549,22	-28,31	0,14	0,10
		Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları	4	4	543.433.200,19	519.494.863,76	-4,41	0,66	0,61
		Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonları	17	18	1.798.066.728,93	2.620.543.061,72	45,74	2,18	3,09
		Yabancı Borçlanma Araçları Fonları	5	5	142.143.041,04	91.243.600,11	-35,81	0,17	0,11
		91	93	18.145.868.481,77	18.873.550.357,75	4,01	21,98	22,24	
	Fon Sepeti Fonları	Borçlanma Araçları Fon Sepeti	0	0	0,00	0,00		0,00	0,00
		Diğer Fon Sepeti Fonlar	1	4	1.351.989,50	37.026.103,40	2638,64	0,00	0,04
		Emtia Yabancı Fon Sepeti Fonları	3	3	9.531.401,42	10.745.079,96	12,73	0,01	0,01
		Hisse Senedi Fon Sepeti Fonları	0	0	0,00	0,00		0,00	0,00
		Yabancı Fon Sepeti	4	4	151.680.835,99	111.847.309,52	-26,26	0,18	0,13
	8	11	162.564.226,91	159.618.492,88	-1,81	0,20	0,19		
	Hisse Senedi Fonları	Endeks Hisse Senedi Fonları	23	23	347.114.388,44	380.707.889,87	9,68	0,42	0,45
		Hisse Senedi Fonları	41	44	712.858.513,31	813.969.174,48	14,18	0,86	0,96
		Yabancı Hisse Senedi Fonları	9	9	218.447.395,46	223.130.539,40	2,14	0,26	0,26
		73	76	1.278.420.297,21	1.417.807.603,75	10,90	1,55	1,67	
	Karma & Değişken Fonlar	Değişken Fonlar	86	89	4.303.478.564,81	3.428.080.432,01	-20,34	5,21	4,04
		Karma Fonlar	8	8	424.785.299,96	417.628.506,91	-1,68	0,51	0,49
		94	97	4.728.263.864,77	3.845.708.938,92	-18,67	5,73	4,53	
	Katılım Fonları	Altın Katılım Fonları	2	2	21.088.963,42	22.378.852,87	6,12	0,03	0,03
		Diğer Katılım Fonları	5	6	6.746.517,18	11.751.286,83	74,18	0,01	0,01
		Hisse Katılım Fonları	6	6	4.675.763,45	5.894.757,95	26,07	0,01	0,01
		Kira Sertifikası Fonları	8	10	43.454.677,66	60.589.348,00	39,43	0,05	0,07
		21	24	75.965.921,71	100.614.245,65	32,45	0,09	0,12	
	Kıymetli Madenler Fonları	Altın Fonları	14	14	317.574.161,23	269.786.993,04	-15,05	0,38	0,32
		Kıymetli Madenler Fonları	2	2	6.697.285,14	7.901.200,16	17,98	0,01	0,01
16		16	324.271.446,37	277.688.193,20	-14,37	0,39	0,33		
Para Piyasası Fon.	28	28	13.482.488.685,08	11.961.383.979,06	-11,28	16,33	14,10		
PIYASA	331	345	38.197.842.923,82	36.636.371.811,21	-4,09				
Diğer Borçlanma Araçları Fonları (*)	Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	24	25	14.613.216.330,98	14.560.221.265,91	-0,36	17,70	17,16	
	Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	15	15	580.423.422,24	664.602.887,76	14,50	0,70	0,78	
	Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonları	8	8	173.185.549,41	167.084.114,18	-3,52	0,21	0,20	
	Diğer Borçlanma Araçları Fonları	8	8	182.376.614,42	169.335.015,09	-7,15	0,22	0,20	
	55	56	15.549.201.917,05	15.561.243.282,94	0,08	18,84	18,34		

Emeklilik Fonlarında 2015 Dördüncü Çeyrek

Emeklilik Fonlarında Büyüme

		Eylül 15	Aralık 15	Değişim	Eylül 15	Aralık 15
		İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	(%)	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Emeklilik Fonları	Borçlanma Araçları Fonları	17.075.702.294,06	17.889.280.290,90	4,76	20,69	21,08
	Fon Sepeti Fonları	807.013,52	2.347.030,74	190,83	0,00	0,00
	Hisse Senedi Fonları	2.723.877.125,52	3.226.044.197,43	18,44	3,30	3,80
	Karma ve Değişken Fon	18.624.088.912,47	20.586.640.370,24	10,54	22,56	24,26
	Katılım Fonları	901.222.805,61	991.757.347,36	10,05	1,09	1,17
	Kıymetli Madenler Fonları	532.397.422,54	544.592.415,56	2,29	0,64	0,64
	Para Piyasası Fonları	4.486.453.196,19	4.970.355.478,18	10,79	5,44	5,86
	TOPLAM	44.344.548.769,91	48.211.017.130,41	8,72	53,72	56,82

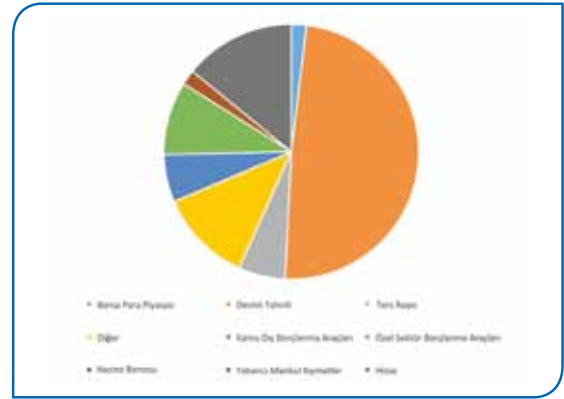
SEKTÖR VERİLERİ

Emeklilik Fonları Tür Bazında Değişiklik

		İlk Fon Sayı	Son Fon Sayı	İlk Portföy Değer	Son Portföy Değer	Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Emeklilik Fonları	Borçlanma Araçları	62	62	17.075.702.294,06	17.889.280.290,90	4,76	20,69	21,09
	Fon Sepeti Fonları	1	1	807.013,52	2.347.030,74			
	Hisse Senedi	30	30	2.723.877.125,52	3.226.044.197,43	18,44	3,30	3,80
	Karma & Esnek Fonlar	107	108	18.624.088.912,47	20.586.640.370,24	10,54	22,57	24,27
	Kıymetli Madenler	12	12	532.397.422,54	544.592.415,56	2,29	0,65	0,64
	Para Piyasası	23	23	4.486.453.196,19	4.970.355.478,18	10,79	5,44	5,86
	Katılım Fonları	13	13	901.222.805,61	991.757.347,36	10,05	1,09	1,17
	TOPLAM	248	249	44.344.548.770	48.211.017.130	8,72		

Emeklilik Fonlarında Varlık Dağılımı

Varlık Dağılımları	31.12.2015
Borsa Para Piyasası	1,90
Devlet Tahvili	48,94
Ters Repo	5,92
Diğer	11,92
Kamu Dış Borçlanma Araçları	6,03
Özel Sektör Borçlanma Araçları	9,33
Hazine Bonosu	0,01
Yabancı Menkul Kıymetler	1,89
Hisse	14,16



Emeklilik Fonlarında Genel Değişim

	İlk Tarih 30/09/2015	Son Tarih 31/12/2015	Değişim (%)
Emeklilik Fonları (BES)	44.344.548.769,91	48.211.017.130,41	8,72

Yatırım ve Emeklilik fonlarında
detaylı, hızlı ve pratik analizler Fonbul Plus'ta
www.fonbul.com

