

## Sevgili Okurlar,

Gelişmiş ülke endüstrileri ile kıyaslandığında büyüme sürecinin henüz başında olan fon endüstrimiz, bu açıdan çok önemli bir potansiyele sahiptir. Dünya standartlarında yasal altyapının ve vergi düzenlemelerinin oluşturulması, sektörümüzün uluslararası rekabete açılmasında son derece önemlidir.

Nitekim Sermaye Piyasası Kurulumuz da, sektörün ihtiyaçları doğrultusunda ve ayrıca, rekabetin artması ve yatırımcıların daha bilinçli hareket edebilmesi amacıyla yönelik olarak son dönemde bazı önemli düzenlemeler yapmıştır. Fonların yatırım yapabileceği büyüklük sınırlamalarına esneklik getirilmesi, fonların yeni sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmesinin sağlanması, yatırım fonu yönetim ücretlerine ilişkin düzenleme ve ücretlendirmelerin kurucu web sitelerinde açıklanması bunlar arasında sayılabilir.

Büyük bir memnuniyetle belirtmek istiyorum ki Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Sayın Prof. Dr. Vedat Akgiray Kurumsal Yatırımcı dergimizin Ekim sayısına verdiği demeçte, sektörün geçmekte olduğu kritik süreçte düzenleme anlamında her türlü desteği vereceklerini ifade etmişlerdir. Düzenleyici otoritemizle işbirliğimizi sürdürerek hedeflenen gelişmeye önümüzdeki dönemde ulaşmayı umuyoruz. Mevzuat alanında yapılan bu önemli yeniliklerin vergi düzenlemeleri ile de mutlaka desteklenmesi gerekmektedir.

Ekim sayımızda bu önemli röportajın yanı sıra, hızlı bir şekilde gelişen Özel Sektör Tahvili ihraçlarında geline nokta ve, kurumsal yatırımcıları ilgilendiren tüm yönleriyle ele alan bir dosyayı da bulacaksınız.

Ayrıca Sektörden Haberler bölümü, artık yalnız ürün ihraçlarının yer aldığı bir sayfadan ziyade, sektör kurumları ile ilgili yeni gelişmelerin, haberlerin paylaşılacağı daha zengin bir içerikle karşınızda.

Bu sayımızdan itibaren çeyrek dönemler itibarıyla Fon Yöneticileri Beklenti Anketi düzenlenerek yayınlanacak. İlk anketimize 26 TKYD üyesi katıldı.

Ekonomi ile ilgili beklentileri bu sayımızda İstanbul Ticaret Üniversitesi Öğretim Üyesi Sayın Prof. Dr. Kerem Alkin değerlendirdi. Yabancı konumuz East Capital'in Kurucu Başkanı Sayın Peter Elam Hakansson Kurumsal Yatırımcı'nın yatırım prensipleri, gelişmekte olan piyasalar, Türkiye ve varlık yöneticilerinin kriz sonrası başarı faktörleri hakkında sorularını yanıtladı.

Fon Yönetimi bölümünde bir Serbest Fon ile A Tipi Risk Yönetimi Fonu tanıtımına yer verdik. Ayrıca Akademik bölümümüzde üniversite düzeyindeki sermaye piyasası eğitimleri hakkında bilgiler içeren çalışmayı bulacaksınız.

Lipper'in Avrupa-ABD fon yönetim ücretlerinin kıyaslandığı rapor özeti, Kanada'da fon yönetim ücretlerini içeren çalışma, Polonya fon endüstrisindeki gelişmeler "Fon Dünyasından" kısmında yer alıyor. Akbank Sanat söyleşimiz ve sanat fonları yazısını da sanat köşemizde bulabilirsiniz.

Hepinize keyifli okumalar diliyorum

Saygılarımla,

**Gür Çağdaş**  
TKYD Yönetim Kurulu Başkanı



**Gür ÇAĞDAŞ**  
TKYD Başkanı

“ *Büyük bir memnuniyetle belirtmek istiyorum ki Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Sayın Prof. Dr. Vedat Akgiray Kurumsal Yatırımcı dergimizin Ekim sayısına verdiği demeçte, sektörün geçmekte olduğu kritik süreçte düzenleme anlamında her türlü desteği vereceklerini ifade etmişlerdir. Düzenleyici otoritemizle işbirliğimizi sürdürerek hedeflenen gelişmeye önümüzdeki dönemde ulaşmayı umuyoruz.* ”

kurumsal  
yatırımcı

Türkiye Kurumsal Yatırımcı  
Yöneticileri Derneği  
adına İmtiyaz Sahibi  
Gür Çağdaş

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü  
Tülin Özaydın

Editör  
Güzin Övünç

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

Danışma Kurulu  
Dr. Ahmet Erelçin  
Belma Öztürkcal  
Cem Yalçinkaya  
Didem Gordon  
Dr. Gürman Tevfik  
Hasan Güzelöz  
Hüseyin Ergin  
Meltem Karasu  
Murat Ögel  
Ömer Yenidoğan  
Zafer Onat

Reklam Müdürü  
Selin Sözer

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

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

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

Çeviri  
Contentus Yazı İşleri

Baskı  
Portakal Basım Matbaacılık  
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. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

## içindekiler

4 SEKTÖRDEN HABERLER  
7 TKYD'DEN

10 AYIN KONUĞU

Uzun vadeli fonlar, yeni ürünler ve rekabetçi piyasa sektörü büyütecek

Prof. Dr. A. Vedat Akgiray  
Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı



16 KAPAK TKYD ANKET  
FON YÖNETİCİLERİ BEKLENTİ ANKETİ 4. ÇEYREK

20 EKONOMİST GÖRÜŞ  
Küresel krizden ders çıkarılmazsa yenilerine hazır olalım

24 FON YÖNETİMİ

24 T. Garanti Bankası A.Ş. İstanbul Serbest Fonu  
26 Strateji A Tipi Risk Yönetim Fonu

28 YABANCI KONUK:

East Capital'ın yatırım felsefesi üç ayak üzerinde:  
odaklanma, uzun vade ve yerel olarak varolma

Peter Elam Hakansson  
East Capital, Kurucu, Başkan ve Yatırım Ekibi Başkanı

32 DOSYA Özel Sektör Tahvili İhraçları  
Özel sektör sermaye piyasasının meyvelerini toplamaya başladı



42 **AKADEMİK**  
Sermaye piyasasına yönelik akademik programlar

44 **SANATA YATIRIM**  
Yatırım aracı olarak sanat  
Akbank Sanat Müdürü Derya Bigalı ile söyleşi

48 **FON DÜNYASI**  
Vanguard, Fidelity'i tahtından indirdi  
ABD'de Likit Fonlar Kan Kaybediyor  
Polonya'da ilk Borsa Yatırım Fonu  
Kanada yatırım fonları endüstrisi de  
"yönetim ücretleriyle" uğraşiyor!

51 **LIPPER RAPORU YÖNETİCİ ÖZETİ**  
Yatırım Fonu Yönetim Ücretleri

52 Polonya'da Yatırım Fonu Sektörü

54 **KÜRESEL FİNANS MERKEZLERİ RAPORU**  
İstanbul 75 finans merkezi arasında 70. sırada  
ama notunu en fazla artıran kent

55 **YATIRIMCI KİTAPLIĞI**



58 **EFAMA**  
UCITS Pazarında Trendler

60 **KORUMALI FONLAR**

61 **KYD ENDEKSLERİ**

62 **SEKTÖR VERİLERİ**

66 **KURUMSAL YATIRIMCI  
IN ENGLISH**

68 **KONFERANS AJANDASI  
EKİM-ARALIK 2010**



## SEKTÖRDEN HABERLER

### YATIRIM FONLARI AİLESİNE YENİ KATILIMLAR

- Akbank T.A.Ş. Özel Bankacılık B Tipi Tahvil ve Bono (USD Eurobond) Fonu
- T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu
- Libera Portföy İş Yatırım "Likya" B Tipi Likit Fon, Libera Portföy İş Yatırım "Avantaj" B Tipi Değişken Fon, ve Libera Portföy İş Yatırım "Verim Odaklı" A Tipi Değişken Fon
- Vakıf Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Katılım Esnek Emeklilik Yatırım Fonu ve Vakıf Emeklilik A.Ş. Büyüme Amaçlı Grup Katılım Esnek Emeklilik Fonu
- Denizbank A.Ş. B Tipi Altın Fonu
- Türkiye Halk Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu
- Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu
- Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. B Tipi Çok Uzun Vadeli Tahvil ve Bono Fonu
- ING Bank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu

- Eurobank Tekfen A.Ş. B Tipi Altın Fonu
- HSBC Bank A.Ş. B Tipi Şemsiye Fonu
- Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Devlet İç Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu, Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Emanet-Likit Emeklilik Yatırım Fonu, Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu, Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Esnek (TL) Emeklilik Yatırım Fonu

### ÖZEL SEKTÖR TAHVİL İHRAÇLARI DEVAM EDİYOR

- Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.'nin 200 milyon TL tutarlı, azami iki yıl vadeli, değişken faiz oranlı tahsisli ve/veya nitelikli yatırımcıya satılacak ve yine 200 milyon TL tutarlı iki kısım halinde 18 ay ve 24 ay vadeli olarak sabit faizle halka arz edilecek ihraçları SPK Kurul kaydına alındı.
- Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş. 40 milyon TL iki yıl vadeli değişken faizli tahvil ihraç etti.

- Aktif Yatırım Bankası A.Ş.'nin 700 milyon TL tutarlı tahsisli olarak ve/veya nitelikli yatırımcılara yurtiçinde ve/veya yurtdışında TL ve/veya yabancı para cinsinden ihraç edilecek banka bonusu SPK Kurul kaydına alındı.
- Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş. 30.5 milyon TL tutarlı iki yıl vadeli değişken faizli tahvil ihraç etti.
- Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 20 milyon TL tutarlı tahvil ihracı SPK Kurul kaydına alındı. 24 ay vadeli tahvillerin faiz oranı, piyasada işlem gören 25.04.2012 vadeli DİBS bileşik faizinin üzerine yıllık minimum %3-maksimum %3,30 aralığında bileşik faiz eklenerek belirlenecek.
- Bankpozitif Kredi ve Kalkınma Bankası A.Ş.'nin 100 milyon TL tutarlı üç yıl vadeli, altı ayda bir kupon ödemeli, sabit faizli halka arz edilecek tahvilleri SPK Kurul kaydına alındı.

## İMKB KURUMSAL ÜRÜNLER PAZARI

- İMKB'nin geçen yıl işleme başlayan Kurumsal Ürünler Pazarı'nda Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları hisse senetleri ile Borsa Yatırım Fonları ve Aracı Kuruluş Varantları işlem görüyor.
- Pazarda hisse senetleri işlem gören şirket sayısı son halka arzların ardından 52'ye yükseldi. 30 Eylül tarihi itibarıyla işlem gören hisse senetlerinin piyasa değeri 4,489 milyon TL düzeyindeydi. Bunların içinde Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları 581.4 milyon TL, GYO'lar 3,746.7 milyon TL, GSYO'lar 160.9 milyon TL piyasa değerine ulaşmış bulunuyor.
- Pazar bünyesindeki Fon Pazarı'nda halen 11 adet Borsa Yatırım Fonu, Varant Pazarı'nda 13 adet Varant işlem görüyor.

## ŞİRKET HABERLERİ

- Libera Portföy Yönetimi A.Ş.'nin 600.000 TL olan ödenmiş sermayesinin, tamamı nakit karşılığı olmak üzere 1.000.002 TL'ye yükseltilmesi amacıyla esas sözleşmesinin tadili olumlu karşılandı. (2010/30 SPK haftalık bülteni)
- Finans Portföy Yönetimi A.Ş.'nin sermayesinin 1.5 milyon TL'den beş milyon TL'ye çıkarılması nedeniyle esas sözleşmesinin tadil edilmesi talebi olumlu karşılandı. (2010/34 SPK haftalık bülteni)
- Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Celal Reyhan, T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Fon Yönetimi Daire Başkanlığına Genel Müdür Yardımcısı olarak atandı.
- İş Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı Cenk Aksoy, Camiş Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü olarak atandı.
- Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş. Varlık Yönetimi Müdürlüğü'ne Arzu Odabaşı atandı.

- SPK, Anadolu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin kuruluşunu onayladı. (2010/38 SPK haftalık bülteni)
- SPK, Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 1.5 milyar TL kayıtlı sermaye tavanı içinde 477 milyon TL çıkarılmış sermaye ile kurulmasını olumlu karşıladı. (2010/38 SPK haftalık bülteni)
- Ata Yatırım ve Ata Online'ın yeni elektronik işlem platformu "Ata World Trader " ile dünya borsalarına 24 saat ulaşıp, Eur/\$, \$/JPY gibi döviz vadeli işlem kontratlarında, DJ ve S&P500 gibi endeks kontratlarında ve altın, petrol gibi emtia kontratlarında vadeli işlem yapılabilir. Ata World Trader ile işlem yapmaya başlamak için herhangi bir alt limit bulunmuyor. Yatırımcılar, Ata World Trader demo programına Ata Yatırım ve Ata Online web sitelerinden ulaşip test edebiliyor.

- Türkiye'deki fon pazarının büyütülmesi hedefinden hareketle ve yatırımcıların tek bir hesaptan tüm yatırım fonlarına ulaşması amacıyla hizmet etmek üzere, Ata Holding bünyesinde faaliyet gösteren DataScope firması tarafından geliştirilen FORS (Fund Order Routing System) sistemi, yatırımcıların FORS üyesi bir kuruluştaki hesaplarından diğer kurucuların fonlarına ulaşarak, bu fonları alıp satabilmelerini sağlamaktadır. Sistemde şu anda 12 kurumun 27 farklı fonu olup, bu fonların çapraz satış sayısı ise 70'e ulaştı.

Tek bir hesaptan farklı kurumların yatırım fonlarına ulaşabilme özgürlüğü sağlayan sistem, fonun kurucusu, yöneticisi ya da fonu satan kuruma bir ek maliyet getirmediği gibi yatırımcıya da herhangi bir ek maliyet ya da prosedür yüklemiyor.

- Garanti Bankası, İngiliz RBS bankasının yarattığı lüks endeksi baz alınarak yaratılan fonu müşterilerine sundu. Satış rakamı 46 milyon TL'ye ulaşan fonun baz aldığı endeks içinde Louis Vuitton'dan Porsche'ye, Swatch'dan BMW'ye kadar toplam 15 marka var. Fon payları talep toplama döneminde yalnızca T. Garanti Bankası A.Ş. Özel Bankacılık şubeleri nezdinde hesabı bulunan müşteriler tarafından alınabilmektedir. Fona asgari katılım 25.000 TL olarak belirlenmiştir.



## İŞ PORTFÖY KURULUŞUNUN 10. YILINI KUTLUYOR



Portföy Yönetim sektörünün ilklerinden İş Portföy Yönetimi A.Ş., kuruluşunun 10. yılını kutluyor. İş Bankası tarafından "Kurumsal Portföy Yönetimi" hizmetinin bağımsız bir şirket tarafından verilebilmesi amacı ile 2000 yılında kurulan İş Portföy Yönetimi A.Ş. 10. yılında 10 Milyar TL büyüklüğü ile kolektif yatırım araçları sektörünün lideri konumunda.

İş Portföy kurulduğundan beri Genel Müdürlük görevini yürüten Gürman Tevfik, profesyonel portföy yönetiminin yatırımcılar açısından farkındalığının günümüzdeki dönemde ön planda tutulacağını ve şirket olarak büyümeyi ve kurumsal yatırımcıların ilk hedefi olmayı hedeflediklerini, portföy yönetim şirketlerinin kurumsal yatırımcıların gelişmesinde önemli rol olduğunu söyledi.

İş Portföy'ün yurtiçinde yatırım fonları, emeklilik fonları yönetimi ve kurumsal portföy yönetiminin yanı sıra, Türk sermaye piyasalarına yatırım yapmak isteyen yabancı yatırımcılara 'özel portföy yönetimi' hizmeti de bulunuyor.

İş Portföy'ün Avrupa'daki yatırımcılar için kurulmuş fonları da var. Kasım 1997'de Lüksemburg'da İş Bankası GmbH tarafından kurulan Turkisfund (SICAV) fonları İş Portföy Yönetimi tarafından yönetilmektedir. Turkisfund, şemsiye yapısı ile yatırımcıya kendi tercihleri doğrultusunda üç adet alt fon arasından seçim yapma imkanı sunmaktadır. Bu fonlar; Turkisfund Equities, Turkisfund Bonds ve Turkisfund Eurobonds'tur.

TKYD'nin de üyelerinden olan İş Portföy Yönetimi A.Ş., EFAMA (Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yöneticileri Birliği – European Funds and Asset Management Association) kurumsal üyesidir.

İş Portföy Yönetimi, 10. yılını 4 Kasım'da sektör temsilcileri ve müşterileri ile kutlayacak. Genel Müdür Gürman Tevfik'in açılış konuşmasını yapacağı toplantıda EFAMA Başkanı Jean-Baptiste de Franssu ve Capital Economics Direktörü Roger Bootle, global finans piyasasındaki gelişmelere ilişkin görüşlerini katılımcılarla paylaşacaklar. Kutlama öncesinde de, İş Portföy Yönetimi'nin geçmiş faaliyetleri ve geleceğine yönelik hedeflerinin anlatılacağı bir basın toplantısı düzenlenecek.

## MEVZUAT

**Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ** 7 Ağustos 2010 tarihi Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi. Buna göre, yatırım fonlarına uygulanan yönetim ücreti ile giriş ve çıkış komisyonları kurucunun resmi internet sitesinde yatırımcıların kolaylıkla ulaşabileceği şekilde ilan edilecek. Yatırım fonlarına 1 Ekim-31 Aralık 2010 tarihleri arasında günlük en fazla yüzbinde oniki, 1 Ocak – 30 Haziran 2011 tarihleri arasında ise günlük en fazla yüzbinde on oranlarında yönetim ücreti uygulanabilecek. İçtüzüklerinde/izahnamelerinde bu orandan daha yüksek oranda yönetim ücreti belirlenmiş olan fonlar için, bu dönemlerde herhangi bir içtüzük/izahname değişikliğine gidilmeden belirtilen oranlarda yönetim ücreti uygulanacak. Serbest fonlar ise, bu fonların doğası gereği düzenleme kapsamı dışında tutuldu. Tebliğ değişikliği ile bir yatırım fonunun yatırım yapabileceği toplam yatırım ortaklığı hisse senetleri için geçerli olan %10'luk yatırım sınırlaması, sadece menkul kıymet yatırım ortaklığı hisse senetleri için uygulanacak. Sektör fonları ilgili sektörde faaliyet gösteren tek bir ortaklığın hisse senetlerine portföylerinin %15'ine kadar yatırım yapabilecek.

Fon sepeti fonları yabancı borsalarda işlem gören, SPK kaydında bulunmayan borsa yatırım fonu paylarına yatırım yapabilecek.

Garantili ve koruma amaçlı fonlar, ekonomik göstergelere dayalı opsiyon sözleşmelerine ve vadeli işlem sözleşmelerine taraf olabilecekler.

Yatırım fonları aracı kuruluş ve ortaklık varantlarına yatırım yapabilecek. Aracı kuruluş ve ortaklık varantlarının fon portföylerine dahil edilmesinde, SPK'nın vadeli işlem sözleşmelerinin fon portföylerine dahil edilmesine ilişkin genel ilke ve esasları uygulanacak.

Eurobondların borsa dışında portföye alınması/portföyden satılmasına imkan sağlandı. Ayrıca borsada işlem gören veya görmeyen özel sektör borçlanma araçlarının konu edildiği repo-ters repo işlemlerine yatırım fonları taraf olabilecek.

Tüm yatırım fonları, katılma payı geri dönüşlerinde oluşan nakit ihtiyacını karşılamak amacıyla portföylerinde yer alan repo işlemine konu olabilecek menkul kıymetlerin rayiç bedelinin %10'una kadar İMKB repo ve ters repo piyasasında ve borsa dışında repo işlemi yapabilecekler.

**Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 67. maddesinde değişiklik** yapan ve hisse senedi opsiyonları ile varantlarda stopaj oranını sıfırlayan düzenlemeyi de içeren kararname, 1 Ekim 2010'da Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girdi.

*Bu sayfalarda yer almasını istediğiniz haber ve duyuruları [info@tkyd.org.tr](mailto:info@tkyd.org.tr) adresine gönderebilirsiniz.*

## TKYD'nin Temmuz - Eylül dönemindeki yoğun gündeminde Antalya toplantısı sonrası komitelerin çalışmaları, İstanbul Finans Merkezi Projesi, Sermaye Piyasası Konseyi ve Takasbank Açık Platform toplantısı öne çıktı.

Temmuz-Eylül döneminde kolektif yatırım araçları sektörünün gelişimine yönelik olarak TKYD yönetimi ve çalışma komiteleri çeşitli faaliyetlerde bulunmuşlardır. Haziran ayında yapılan TKYD Antalya toplantısına ilişkin özet notlar ve yol haritası tüm katılımcılara gönderilmiş ve yapılması gerekli konularla ilgili çalışmalar da komiteler bazında başlatılmıştır. Vergi komitesi yaz döneminde yatırım fonlarında vergi düzenlemelerine ilişkin Maliye Bakanlığı ile görüşmelerini sürdürmüştür.

### **İstanbul Finans Merkezi (İFM) Komite Toplantısı (Temmuz 2010)**

İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İFM) Çalışma Komiteleri kapsamında Piyasalar ve Enstrümanlar Komitesi'nde TKYD, Başkan Gür Çağdaş tarafından temsil edilmiş ve Temmuz ayında bir toplantı yapılmıştır. Bu komitenin iki alt çalışma grubundan Kolektif Yatırım Araçlarının Geliştirilmesi

Çalışma Grubu'nda TKYD Yönetim Kurulu Üyesi Alp Keler ve Özel Sektör Borçlanma Araçlarına İşlerlik Kazandırılması Çalışma Grubu'nda ise TKYD Başkan Yardımcısı Didem Gordon TKYD'yi temsil edecekler. İFM çalışmaları kapsamında toplam sekiz komite bulunmakta ve TKYD'nin de temsil edildiği Piyasalar ve Enstrümanlar Komitesi Sermaye Piyasası Kurulu Başkan Yardımcısı İbrahim Peker başkanlığında yürütülmektedir.

### **Sermaye Piyasası Konsey Toplantısı (Temmuz 2010)**

Temmuz ayında yapılan ve TKYD Başkanı Gür Çağdaş'ın da katıldığı Sermaye Piyasası Konsey Toplantısında Merkezi Sicil, Lisanslama ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.'nin kurulmasına karar verildi. Kuruluş esasları SPK tarafından belirlenecek olan ve TKYD'nin %15 ortaklığının bulunacağı şirkette diğer ortaklar İMKB, VOB, Takasbank, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK), TSPAKB olarak yer alacak. Şirketin esas sözleşmesi üzerinde SPK'da çalışmalar devam ederken, TKYD'de bu konudaki çalışmaları Mevzuat ve Vergi Komitesi birlikte yürütüyor.

### **Takasbank Toplantısı (Ekim 2010)**

Takasbank tarafından yürütülmekte olan ve TKYD Açık Platform Komitesi'nin de katkılarıyla son aşamasına getirilen **Takasbank Açık**

**Mimari Fon Platform Projesi**'ne ilişkin sektör görüşü TKYD ve Takasbank yönetiminin Ekim ayında yaptığı toplantıda değerlendirildi. Çalışmanın nasıl hayata geçirileceği konusunun görüşüldüğü toplantıda, Takasbank Genel Müdürü Emin Çatana proje için fon sektörünün desteğinin çok önemli olduğunu belirtti. Toplantıda müşteri ve şube sayısı yüksek bankaların projeye destek vermelerinin önemi vurgulandı. Sistemin, kurumsal yatırımcı büyüklüğünün artması ve katma değer yaratabilen fonların gelişmesi için kritik olduğu belirtildi.

## **Komite Çalışmaları**

### **Mevzuat Komitesi öncelikli konuları SPK'ya iletti**

TKYD Haziran sektör toplantısı sonuçları ve yol haritası tüm katılımcılarla paylaşılarak öncelikli konular üzerinde çalışmalara başlandı. Mevzuat Komitesi de, yol haritasında ortaya çıkan ve sektörün öncelikle beklediği konulara ilişkin görüşleri SPK'ya bir mektupla bildirdi. Özellikle taslak olarak bekleyen yeni Sermaye Piyasası Kanunu içinde yer alan ve Portföy Yönetim Şirketlerine de fon kurabilme imkanı tanınması konusundaki sektör beklentisinin kanun yerine tebliğ ile düzenlenebileceği görüşü SPK'ya bildirildi.

Mevzuat Komitesi ayrıca, SPK'nın kuruculuğunda oluşturulacak yeni lisanslama şirketinde TKYD'nin de or-



taklîğinin bulunacak olması sebebiyle, bu konuda hukuki çalışmalara başladı.

### Vergi Komitesi vergide uluslararası standart için lobi faaliyetinde

Maliye Bakanlığı ve Gelir İdaresi Başkanlığı ile lobi faaliyetleri bu dönemde de sürdürüldü. Yatırım fonlarında, özellikle hisse senedi fonlarındaki stopaj uygulamasının, hisse senedi alım-satım kazancındaki gibi "0" olarak uygulanması konusundaki sektör görüşü gerek ziyaretler, gerekse de yazışma kanalıyla ilgili otoriteye iletildi. Diğer taraftan, 1 Ekim 2010 tarihinden geçerli olarak yapılan yeni düzenlemede varantlara "0" stopaj uygulaması getirilirken, fonlardaki stopaj uygulamasında beklentilerin aksine herhangi bir değişikliğe gidilmedi. Bu konuda Maliye Bakanlığı ile önümüzdeki dönemde lobi faaliyetleri, sektörün uluslararası standartta bir vergi düzeyine sahip olmasına yönelik olarak sürdürülecektir.

### Endeks Komitesi yeni endeks çalışmalarına başladı

Endeks Komitesi'nin çalışmaları ile Haziran ayında yayınlanmaya başlayan yeni KYD Mevduat Endeksi ve yeni KYD Bono Endekslerinin (kısa-orta-uzun) ardından, sektörün ihtiyacına yönelik yeni endeks çalışmaları için de bazı projeler yürütülmektedir.

Endeks Komitesi Eylül ayında yapılan toplantısında "KYD 30 Hisse Endeksi" yaratılması için çalışmalarını başlatarak, bu konuda sektör görüşlerine de başvurmuştur.

### Strateji Komitesi sektör raporu hazırlıyor

TKYD ve SPK üst yönetimi ile yapılması planlanan ortak toplantılarda görüşülmek üzere, Strateji Komitesi tarafından bir sektör raporu hazırlanmaktadır. Bu çalışmada, özellikle Türkiye'deki fon sektörü verileri ile uluslararası verilerin kıyaslanması sağlanacaktır ve bu yolla sektörün ivedilikle beklediği düzenlemelere de ilgili otoritenin dikkati çekilecektir.

### Eğitim Komitesi ücret araştırmasına start verdi

Portföy Yönetim Şirketleri sektör çalışanları için ücret araştırması hakkında 2009 yılında olduğu gibi, 2010 yılı için de TKYD Eğitim ve İK Komitesi tarafından çalışmalar yapılmış ve değerlendirmeler sonucunda TKYD tarafından İMA Danışmanlık'ın hazırlayacağı "Portföy Yönetim Şirketleri Ücret Araştırmasına" üye kurumlarımızın katılabileceği konusunda tavsiye kararı üyelere duyurulmuştur.

Diğer bir çalışma da, Mali Suçları Araştırma Kurumu (MASAK) tarafından 22 Ekim tarihinde üyelere yapılacak olan eğitimidir. Bu eğitimle amaçlanan suç gelirlerinin aklanması ve terörün finansmanı ile mücadelede "önleyici tedbirler" olarak bilinen yükümlülükler konusunda portföy yönetim şirketleri çalışanlarının bilgilendirilmesidir. MASAK eğitimi Grand Hyatt İstanbul'da TKYD işbirliği ile gerçekleştirilecektir.

## Konferanslar

### İstanbul Finans Zirvesi (28-30 Eylül 2010)

İstanbul'da gerçekleştirilen ve yerli yabancı birçok fon yöneticisi ve finansçının katıldığı İstanbul Finans Zirvesi'nde TKYD Başkan Yardımcısı



sı Didem Gordon panelist olarak derneği temsil etti. Gordon, Kurumsal ve Bireysel Yatırımcı ve Varlık Yönetimi Konulu panelde, kurumsal yatırımcıların önemi ve Türkiye'de kolektif yatırım araçlarının uluslararası uygulamalarla karşılaştırmalarını içeren geniş bir sunum yaptı.

### Finans sektöründe fırsatlar Lüksemburg ve Türkiye Semineri (2 Kasım 2010)

Türkiye ile Lüksemburg arasında finans sektöründe fırsatların değerlendirileceği seminer, 2 Kasım 2010 tarihinde gerçekleştirilecek. İMKB ve TKYD'nin desteği ile İMKB'de yapılacak olan yarım günlük seminere, finans sektörü temsilcileri davet edildi. Moderatör olarak Lüksemburg Türkiye büyükelçisi Arlette Conzemius'un görev alacağı seminerde, açılış konuşmasını Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in yapması bekleniyor.

### Seminerin diğer konuşmacıları;

Lüksemburg Ticaret Bakanı

**Luc Frieden,**

Türkiye Yatırım Destek Ajansı Vekil

Başkanı **Hüseyin Aslan,**

İMKB Başkanı **Hüseyin Erkan,**

TKYD Başkanı **Gür Çağdaş,**

Lüksemburg Bankalar Birliği

Başkanı **Ernst Wilhelm Conzezen**

Lüksemburg Yatırım Fonları Birliği

Başkanı **Claude Kremer.**





41°K – İstanbul, Türkiye

Onlar hayallerini gerçekleştirirken,  
siz de yanlarında olmak istersiniz.

Hayaller sınır tanımaz. Çocuklarınız hayallerini gerçekleştirmek için çok uzaklara gitse bile **HSBC Premier Aile Paketi** ile desteğinizi hep yanlarında hisseder, dünyanın her yerinde öncelikli hizmet ayrıcalığından faydalanır, kendilerini hep güvende hissederler.

- 2.000 USD Acil Nakit Çekim Hizmeti
- 7 / 24 arayabilecekleri Uluslararası Acil Yardım Hattı +1-908-PREMIER
- Premier avantajlarından yararlanabilecekleri HSBC Premier Ek Kredi Kartı
- Acil Kart Yenileme Hizmeti

Ayrıcalıklarla dolu bir dünyanın ilk adımı HSBC şubeleri, [premier.hsbc.com.tr](http://premier.hsbc.com.tr) veya 444 0 112'de.

Yaşamınızın sınırlarını siz belirleyin. Sizinleyiz.

HSBC Premier

HSBC   
Dünyanın yerel bankası



Prof. Dr. A. Vedat Akgiray  
Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı

# Uzun vadeli fonlar, yeni ürünler ve rekabetçi piyasa sektörü büyütecek

Türkiye'deki yatırım ortamının yeniden şekillenmeye başladığı bu dönemde Sermaye Piyasası Kurulu da, kolektif yatırım araçları sektörünün geleceğine yönelik yeni düzenlemeler yapıyor.

Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray, Kurumsal Yatırımcı'ya özel açıklamalarında, sektörün önümüzdeki beş yıl içinde 150 milyar dolar yatırım fonları büyüklüğü hedefine ulaşabileceği değerlendirmesinde bulunarak, bu yolda ihtiyaç duyulabilecek düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda SPK'nın tüm desteği sağlamaya hazır olduğu mesajını verdi.

Akgiray, AB uzmanları ile gerçekleştirilen ortak çalışma ve sektör ile sürekli görüş alışverişi yapılarak hazırlanan yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile fonlar için Avrupa Birliği düzenlemelerine uyumlu UCITS yapısının hayata geçirileceğini, kanunla fonların portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabileceğini de ifade etti.

**K**urumsal Yatırımcı - İstanbul Finans Merkezi Projesi de dikkate alındığında, önümüzdeki dönemde Türkiye’de Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi’nin gelişerek uluslararası standartlarda bir büyüklüğe ulaşması için nasıl bir perspektif çizilebilir?

**Vedat Akgiray-** Bundan önce de çeşitli platformlarda ifade ettiğim gibi, Türkiye bölgede bir finans merkezi olma iddiasındadır. Bunun için sermaye piyasamızı her yönüyle geliştirmek amacındayız ve biliyoruz ki bunu da ancak kurumsal yatırımcılar eliyle yapabiliriz. Zaten gelişmiş sermaye piyasalarının da kurumsal yatırımcılar aracılığıyla bu gelişimi sağladıkları bilinmektedir. Yeni yatırım araçlarının yatırımcılarınca tanınmasında, piyasada tutunması ve bunların piyasasının oluşturulmasında ve halka arzların başarılı sonuçlanmasında kurumsal yatırımcıların önemi elbette ki tartışılmaz.

**“** Son 4-5 seneden bu yana yeni yatırım araçlarının da piyasada yer alması ve fonların bunlara yatırım yapabilmesini sağlayacak düzenlemelerimizin hayata geçirilmesi ile fon sektöründe önemli aşamalar kaydedilmiştir. **”**

Ülkemizde yatırım fonu endüstrisinin büyüklüğü yaklaşık olarak 30 milyar TL civarındadır. Emeklilik yatırım fonları ise henüz yedi yıllık geçmişi ile göreceli olarak yeni sayılabilecek bir sektör olmasına rağmen 11 milyar TL fon büyüklüğüne ulaşmış ve bu dönemde gerek katılımcı sayısı, gerekse portföy büyüklüğü olarak yatırım fonlarından daha hızlı bir şekilde büyümüştür. Ancak biz bu rakamların ve büyüme oranlarının yeterli olduğu kanaatinde değiliz. Biz kurumsal yatırımcılarımızı çok daha farklı bir yerde görmek istiyoruz.

Örneğin yatırım fonlarının yaklaşık %75’inin likit fonlardan oluştuğu dikkate alınırsa görüldüğünden çok daha küçük bir kolektif yatırım büyüklüğüne sahibiz diyebiliriz. Bu durumda fon endüstrisinin yanlış tarafa büyüdüğü, bu durumun aksine bünyesinde daha fazla katma değer barındıran ve daha uzun vadeli yatırımlar yapan fonların piyasadaki ağırlığının artırılması gerektiği açıktır. Son 4-5 seneden bu yana yeni yatırım araçlarının da piyasada yer alması ve fonların bunlara yatırım yapabilmesini sağlayacak düzenlemelerimizin hayata geçirilmesi ile fon sektöründe önemli aşamalar kaydedilmiştir. Örneğin, koruma amaçlı ve garantili fonlar ile serbest fonların piyasada yer alması ile özellikle türev araçların ve buna bağlı olarak risk yönetim sistemlerinin aktif olarak kullanılmaya başlandığı görülmektedir. Yatırımcılara fonların likit fonlardan ibaret olmadığını ve kendi risk-getiri beklentilerine uygun alternatif fonlara da yatırım yapabileceklerini göstermek açısından bu düzenlemeler önemlidir.

Sektörün motivasyonunu yatırımcılara likit fon dışındaki fonların su-

**“** Sektörün motivasyonunu yatırımcılara likit fon dışındaki fonların sunulmasına kaydırmasını beklemekteyiz. **”**

nulmasına kaydırmasını beklemekteyiz.

Ayrıca sektörün büyütülmesi için diğer yatırım araçlarına göre yatırım fonlarının daha yüksek bir getiri performansı sunması da gereklidir. Bu nedenle sektörün getiri performansını artırmaya yönelik tedbirler alması uygun olacaktır.

Yatırım fonları piyasasının büyümesi için bir diğer olmazsa olmaz da rekabetçi bir fon piyasasının oluşmasıdır. Bu konuda kısa vadede çözüm olarak gördüğümüz yöntem, yatırımcıların fonlarla ilgili bilgilere ve yatırım yapmak istedikleri fonlara kolayca ve hızlı bir şekilde ulaşmasının sağlanmasıdır. Bu açıdan, Takasbank’ın elektronik fon dağıtım platformu oluşturma çalışmalarının belli bir aşamaya geldiğini ve bu anlamda önemli bir eksikliği gidereceğini söyleyebiliriz.

**Kurumsal yatırımcının büyümesi ülkemizdeki yatırım anlayışını değiştirecek**

Kurumsal yatırımcıların gelişmesinin ülkemizdeki yatırım anlayışının değişmesine de katkı sağlayacağı çok açıktır. Bireysel yatırımcılar

“Bireysel yatırımcılar özellikle riskli yatırımlar yaparken, yapmayı planladıkları yatırımları bu konularda profesyonelleşmiş kurumsal yatırımcılar aracılığı ile gerçekleştirmelerinin çok daha uygun bir yöntem olacağını anlatmamız ve bu bilinci yatırımcılara yerleştirmemiz gereklidir.”

özellikle riskli yatırımlar yaparken, yapmayı planladıkları yatırımları bu konularda profesyonelleşmiş kurumsal yatırımcılar aracılığı ile gerçekleştirmelerinin çok daha uygun bir yöntem olacağını anlatmamız ve bu bilinci yatırımcılara yerleştirmemiz gereklidir. Hatta böylelikle hisse senedi yatırımlarına sıcak bakmayan bireysel yatırımcılar da kurumsal yatırımcılar aracılığı ile piyasamıza kazandırılabilir. Son zamanlarda dile getirdiğimiz “talep seferberliği” işte bu bilinci oluşturmak için önemli bir adım olacaktır, ancak bu seferberliğin sektör tarafından da koşulsuz desteklenmesi gerekmektedir.

**Likit fon yerine profesyonel portföy yönetimi, rekabetçi fon ücretleri sektöre ivme kazandıracak**

**KY-Türkiye’deki yatırım ortamı-**

**nın yeniden şekillenmeye başladığı bu dönemde SPK da yatırım fonlarının geleceğine yönelik olarak yeni düzenlemeler yapıyor. Bu kapsamda yatırım fonları yönetim ücretlerinin sınırlandırılması önümüzdeki dönemde sektörü nasıl etkileyecek?**

**Vedat Akgiray-** Bilindiği üzere yaptığımız düzenleme ile likit fonlar dahil tüm yatırım fonlarından 01.10.2010-31.12.2010 tarihleri arasında günlük en fazla yüzbindeoniki, 01.01.2011-30.06.2011 tarihleri arasında ise günlük en fazla yüzbindeon oranında yönetim ücreti tahsil edilebilecektir.

Yönetim ücretlerine tavan getirilmesi uygulamasının yine bununla birlikte getirdiğimiz yönetim ücretlerinin kurucuların internet sitesinde açıklanması zorunluluğu ile birlikte, sektördeki rekabeti artırmak ve yatırımcıları bu konu hakkında bilinçlendirmek amaçlarına büyük hizmet edeceğini düşünüyorum.

Aslında likit fonlar yerine profesyonel portföy yönetiminin ön plana çıktığı ve katma değeri çok daha yüksek olan fonlara yönelmesini ve serbest piyasa şartları altında kurucuların kendi istekleriyle yönetim ücretlerini düşürmelerini bekliyor ve tavan uygulamasının da fon sektörüne bu yönde bir ivme kazandıracaklarını umuyoruz. Bu nedenle de uygulamaya yönetim ücretleri rekabetçi seviyelere inene kadar devam etmek niyetindeyiz.

Diğer taraftan elektronik fon dağıtım platformları vasıtasıyla yatırımcıların tüm fonların bilgilerine tek bir veri tabanı vasıtasıyla ulaşarak, gerekli karşılaştırmayı yapmaları, orta vadede sadece büyük bankaların şube ağlarına bağlı olmadan kendi risk ve getiri tercihleri çerçevesinde daha düşük yönetim ücreti ve yük-



sek performanslı fonlara ulaşımının sağlanması da istenen amaca ulaşmada etkili olacaktır.

**Yeni kanunda en önemli değişiklik PYŞ’lerin kendi fonlarını kurabilmeleri olacak**

**KY- Büyümenin sağlanması için SPK’nın gündeminde hangi düzenlemeler bulunmaktadır? Mevzuat ve vergisel anlamda beklenen değişiklikler sektörü nasıl büyütecek? Kurumsal Yatırımcının rolü ne olacak?**

**Vedat Akgiray-** Her zaman oldu-



ğu gibi kurumsal yatırımcılar alanında da sektörü sürekli dinliyor ve ihtiyaçlar doğrultusunda iletilen tüm talepleri hızlı bir şekilde değerlendirmeye alarak düzenleme çerçevesine oturtmaya çalışıyoruz. Fon sektörünün ihtiyaçlarını karşılayacak birçok düzenlemeyi son dönemde hayata geçirdik ve geçirmeye de devam ediyoruz. Hem yatırım fonlarında hem de emeklilik yatırım fonlarında yatırım sınırlamalarında önemli esneklikler sağlandı, yeni yatırım araçları tanımlandığında bunlar kolaylıkla fon portföylerine de alınabiliyor, ayrıca yatırım fonlarının başvuru prosedürlerinin kısaltılmasına yönelik şemsiye fon yapısı

gibi düzenlemeler yapıldı ve bunların pozitif sonuçlarını da aldık.

Halen devam eden düzenleme çalışmalarımızdan bahsetmek gerekirse şu anda menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile girişim sermayesi yatırım fonlarına ilişkin düzenleme çalışmalarımız var. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerde, yatırımcı ihtiyaçlarının daha kapsamlı bir şekilde karşılanmasına ve güncel gelişmelerin mevzuata yansıtılmasına yönelik değişiklikler yapmayı planlıyoruz. Bu şekilde menkul kıymet yatırım ortaklıkları yatırımcılar için daha çekici bir yatırım enstrümanı haline gelmeye baş-

“Yönetim ücretlerine tavan getirilmesi uygulamasının yine bununla birlikte getirdiğimiz yönetim ücretlerinin kurucuların internet sitesinde açıklanması zorunluluğu ile birlikte, sektördeki rekabeti artırmak ve yatırımcıları bu konu hakkında bilinçlendirmek amaçlarına büyük hizmet edeceğini düşünüyorum.”

layacak diye düşünüyorum.

Girişim sermayesi yatırım fonlarına ilişkin düzenlemenin tamamlanması ile birlikte de girişim sermayesi sektöründeki önemli bir eksikliği gidermiş olacağız. Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına bir alternatif yaratarak, tüzel kişilik oluşturmadan girişim sermayesi yatırımlarını gerçekleştirmek isteyenlerin kullanabileceği bir yatırım aracı hayata geçecektir. Bu düzenlemenin hedefi son dönemde ülkemizdeki yoğunluğunu artıran girişim sermayesi yatırımlarının daha fazla bölümünü Kurulumuz düzenlemeleri çatısı altında toplamaktır. Bu yapının kullanılması ile daha güvenilir ve şeffaf bir yatırım ortamı oluşabilecek, bu durum da orta ve uzun vadede kaynak ihtiyacı içerisinde bulunan başarılı şirketlerin büyüyüp gelişmesine önemli katkılar sağlayacaktır.

Bahsettiğim bu değişikliklerin dışında gündemimizde, ülkemizdeki kurumsal yatırımcılar açısından reform niteliğinde yeni bir yapılanma getirecek kanun değişiklikleri bulunmaktadır ki AB uzmanları ile gerçekleştirilen ortak çalışma ve sektör ile sürekli görüş alışverişi yapılarak hazırlanan Kanun taslağının yasalaşması ile kurumsal yatırımcı sektörü için yepyeni bir ufuk açılacaktır. Yeni kanun ile fonlar için Avrupa Birliği düzenlemelerine uyumlu UCITS yapısını hayata geçirmeyi planlamaktayız. Bu noktada en önemli değişiklik fonların portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabilecek olmasıdır. Bu değişiklikler fon yönetiminde uzmanlaşmış kurumların bankalardan ayrışmasına ve bu sektörün gelişmesine katkıda bulunacak başarılı portföy yöneticilerinin ortaya çıkmasına imkan verecek ve orta vadede UCITS düzenlemesine uyumlu yapıya ulaşan fon sektörümüzün, global pazarlara ulaşabilmesi mümkün hale gelecektir. Bu yapı hayata geçtiğinde, fonlarımızın yurt dışındaki fonlar ile rekabet edebilir bir düzeye gelebilmesi için bugünden gerekli çalışmalara başlanması gerektiğini düşünüyorum.

Söz konusu Kanun taslağı ile gündeme gelecek bir diğer husus yine UCITS düzenlemelerinde yer alan değişken sermayeli yatırım ortaklıklarıdır. Değişken sermayeli yatırım ortaklıklarını en basit şekliyle, tüzel kişiliğine sahip olan yatırım fonları olarak tanımlayabiliriz. Kanun taslağı ile birlikte bu ortaklıklar, Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirketler ile ilgili birçok hükmünden istisna tutulacak ve çalışma sistematiği yatırım fonlarına benzetilecek, diğer taraftan yatırım fonlarının tüzel kişili-

“*Yeni kanun ile fonlar için Avrupa Birliği düzenlemelerine uyumlu UCITS yapısını hayata geçirmeyi planlamaktayız. Bu noktada en önemli değişiklik fonların portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabilecek olmasıdır.*”

ği bulunmaması nedeniyle yatırım yapmakta zorlandığı alanlarda da faaliyet gösterebilecektir. Bu ihtiyaç kendisini en fazla gayrimenkul yatırımlarında hissettirmektedir. Ayrıca değişken sermayeli yatırım ortaklığı yapısına, kendilerine daha tanıdık gelmesi nedeniyle, yabancı yatırımcıların da ilgi gösterebileceğini düşünmekteyiz.

Bireysel yatırım danışmanları konusu da yine gündemimizdeki bir başka husustur. Bireysel yatırım danışmanlarının piyasada yerini almasıyla, yatırımcılar bireysel yatırım danışmanlarına başvurarak kendilerine en uygun yatırım fonuna veya bir başka sermaye piyasası aracına yatırım yapabileceklerdir. Bu şekilde birçok yatırım fonunun pazarlanmasına aracılık edecek olan bireysel yatırım danışmanları sayesinde,

yatırımcılar çok sayıda fonun bilgisine ulaşarak ve karşılaştırmasını yaparak daha bilinçli bir şekilde yatırımlarını yönlendirebileceklerdir. Bireysel yatırım danışmanlarının sermaye piyasamızda yerini alması, piyasaya yeni bir boyut kazandıracaktır.

Vergisel anlamda kurumsal yatırımcılar için birçok ülkede olduğu gibi pozitif ayrımcılık yapılması gerektiği gerçeği kaçınılmazdır. Bu sayede yatırımlarını bireysel olarak yapmak yerine yatırımcıların profesyonel varlık yönetimi hizmeti sunan kurumsal yatırımcıları tercih etmesi desteklenmiş olacaktır.

**KY- Kolektif yatırım araçları endüstrisinin temsilcisi olan TKYD'nin önümüzdeki 5 yıl için ortaya koymuş olduğu hedefler; 5 yılda yatırım fonları büyüklüğünün 150 milyar ABD doları ve GSMH'nin %20 büyüklüğüne ulaşmasıdır. Bu hedefleri nasıl görüyorsunuz?**

**Vedat Akgiray-** 30 milyar TL'lik yani yaklaşık 20 milyar \$'lık yatırım fonu sektörünün hızla gelişen sermaye piyasamızdan payını alacağına inanıyorum. Bu sebeple bu rakamların ulaşılabilir hedefler olduğunu düşünüyorum. Ancak bu hedeflerin gerçekleştirilebilmesi için düzenleme ayağının yanı sıra, sektöre de gerek yatırımcıların bilgilendirmesi, gerekse de yeni yatırım araçları sunulması yatırımcıların ihtiyaçlarının karşılanması konularında önemli görevler düşmektedir. Bu uzun yolda ihtiyaç duyabilecek düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda SPK olarak tüm desteği vermeye hazır olduğumuzu da ifade etmek isterim.

# Luxembourg financial centre

---

Tailor-made financial solutions  
for a demanding international clientele



[www.lff.lu](http://www.lff.lu)

 **Luxembourg for Finance**  
Agency for the Development of the Financial Centre



Kurumsal Yatırımcı bu sayısından itibaren, kolektif yatırım araçları piyasasının yaklaşık yüzde 90'ını oluşturan Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) üyelerinin katılımıyla Fon Yöneticileri Üç Aylık Beklenti Anketi düzenleyecek. Yılın son çeyreğine ilişkin beklentileri içeren, ilk üç aylık dönem beklenti anketine 26 TKYD üyesi katıldı.

## Altın ve Hisse fonlara ilgi artacak

Fon yöneticileri yılın son çeyreğinde korumalı fonların yanı sıra yılın gözde yatırım araçları altın ve hisse senetlerinin ağırlıklı olduğu fonlara yatırımcı ilgisinin artacağını bekliyorlar. Beklenti anketi ayrıca, fon yöneticilerinin ekonominin gidişatına ilişkin beklentilerinin de genel olarak olumlu olduğunu gösterdi. Ankete katılan 26 TKYD üyesinin yüzde 38'i mevcut seyrin korunacağı, yine aynı oranda katılımcı da durumun biraz daha iyiye gideceğini bekliyor. Katılımcıların azınlıkta kalan bir bölümü ekonominin biraz kötüye gidebileceği beklentisinde.

**'Yeni kriz beklemiyoruz ama durgunluk uzun sürebilir'**  
Global piyasalarda yeni kriz bekliyor

musunuz? sorusuna katılımcıların yüzde 65'i 'kriz beklemiyorum ama durgunluk uzun sürebilir' cevabını verdi.

**'Mali kural yasası geçmezse ekonomideki gelişmeler belirler; etkisi orta ve uzun vadede'**

Mali Kural Yasa Tasarısı'nın yasalaşmaması durumunda yatırım kararlarının nasıl etkileneceğine ilişkin beklenti, katılımcıların %46'sı tarafından 'ekonomideki gelişmelere göre yön belirlenir' olarak ortaya konuldu. Yaklaşık yüzde 38'i ise bu sonucun etkisinin orta ve uzun vadede görüleceğini belirtti. Yasanın geçmemesinin yatırım kararlarını etkilemeyeceği seçeneği ise, hem

yerli hem yabancı yatırımcıyı temkinli davranmaya iteceği seçeneği gibi çok az sayıda katılımcı tarafından işaretlendi.

### 4. ÇEYREKTE YATIRIM ARAÇLARI

**Gösterge bono faizi %8'in altını görür ancak yıl sonu 8'in üzeri**

Fon yöneticilerinin gösterge bono faizinin son çeyrekteki en düşük değeri için beklentilerinin ortalaması yüzde 7,71 olurken, en yüksek faiz değeri için ortalama beklenti yüzde 8,69 olarak gerçekleşti. Yıl sonu faiz düzeyi beklentileri yüzde 7,5-9 aralığında verilirken, ortalaması ise yüzde 8,21 oldu. (Tablo 1)



Tablo 1:	ORT	MAK	MİN
MİN	7,71	8	6,5
MAK	8,69	9,8	8,2
YILSONU	8,21	9	7,5

### TCMB Gecelik O/N faiz oranı %6 - %8.75 aralığında kalır

Anket, gecelik faiz oranının son çeyrekte yüzde 6-8,75 aralığında dalgalanmasının beklendiğini ortaya koydu. En düşük tahmin ortalaması yüzde 6,18, en yüksek tahmin ortalaması ise yüzde 6,70 olarak hesaplandı. Yılsonu düzeyi için verilen tahminler yine yüzde 6-8,75 aralığında değişirken, ortalaması yüzde 6,47 oldu. (Tablo 2)

Tablo 2:	ORT	MAK	MİN
MİN	6,18	6,75	6
MAK	6,70	8,75	6
YILSONU	6,47	8,75	6

### İMKB-100 endeksi 70,000'in üstünü görebilir

Yıl içinde bugüne kadar en yüksek getiri sağlayan yatırım araçlarından borsada, İMKB-100 endeksi için son çeyrek tahminleri en düşük 51,500 puan ile en yüksek 92,000 puan aralığına dağıldı. Fon yöneticilerinin beklentileri endeksin 70,000 puanın üzerini görebileceğine işaret etti. En yüksek seviye için beklentilerin ortalaması 70,113 puan olurken, en düşük puan beklentilerinin ortalaması ise 59,263 oldu. Yılsonu için tahminlerin ortalaması ise 65,940 düzeyindeydi. (Tablo 3)

Tablo 3:	ORT	MAK	MİN
MİN	59,263	65,000	51,500
MAK	70,113	92,000	64,700
YILSONU	65,940	82,000	55,000

### Yatırımcının gözdesi sektörler: Enerji ve Banka

Ankette fon yöneticilerinden en fazla yatırımcı ilgisi çekecek üç sektörü öncelik sırasına göre belirtmeleri istendi. Soruyu cevaplayan 24 fon yöneticisinden 9'u banka sektörünü, altı fon yöneticisi de enerji sektörünü en fazla ilgi çekecek sektörler olarak liste başı yaptılar. Toplamda enerji sektörü 14 katılımcının, banka sektörü ise 12 katılımcının listesinde yer aldı. Bu sektörleri altı katılımcının listesinde olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları takip etti.

### ABD Doları/TL kuru en düşük 1,35, en yüksek 1,65 olabilir

Dolar/TL kurunun son çeyrekte 1,35 ile 1,65 aralığında dalgalanabileceği bekleniyor. En düşük seviye tahminlerinin ortalaması 1,44, en yüksek seviye ortalaması ise 1,55. Yıl sonu tahminlerinin ortalaması 1,50 düzeyinde gerçekleşti. (Tablo 4)

USD/TL

Tablo 4:	ORT	MAK	MİN
MİN	1,44	1,5	1,35
MAK	1,55	1,65	1,50
YILSONU	1,50	1,60	1,40

### Euro/TL kuru 1,79 – 2,24 aralığında hareket eder

Euro/TL kurunun son çeyrekte en düşük 1,79 ile en yüksek 2,24 arasında dalgalanması bekleniyor. Beklenen en düşük seviye ortalaması 1,91, en yüksek için de ortalama 2,04 oldu. Kurun yıl sonu seviyesi için tahminlerin ortalaması da 1,96 olarak gerçekleşti. (Tablo 5)

EURO/TL

Tablo 5:	ORT	MAK	MİN
MİN	1,91	1,99	1,79
MAK	2,04	2,24	1,97
YILSONU	1,96	2,05	1,85

### Yatırım fonlarında en fazla büyüme B tipinde bekleniyor

A tipi fonlar için son çeyrekte ulaşabilecekleri en yüksek değer 2 milyar TL, B tipi için 30 milyar TL olarak öngörülmüyor. A tipi fonların ortalama net aktif değer beklentisi 1.26 milyar TL ile üçüncü çeyrek sonuna göre yaklaşık yüzde 1.69, B tipi fonların ortalama net aktif değer beklentisi ise 28.94 milyar TL ile yüzde 3.77 büyüme beklentisini ortaya koyuyor. A tipi fonların Eylül sonu itibariyle net aktif değeri 1.24 milyar TL, B tipinin 27.88 milyar TL düzeyindeydi.

MİLYON/TL

Tablo 6:	ORT	MAK	MİN
A TİPİ	1,263	2,000	1,000
B TİPİ	28,936	30,000	27,500
EMEKLİLİK	11,550	12,500	11,000

“ Global piyasalarda yeni kriz bekliyor musunuz? sorusuna katılımcıların yüzde 65'i 'kriz beklemiyorum ama durgunluk uzun sürebilir' cevabını verdi. ”

Emeklilik fonlarının ise en fazla 12.5 milyar TL büyüklüğe ulaşabileceği tahmin ediliyor. Tahminlerin ortalaması 11.55 milyar TL ile üçüncü çeyreğe göre yüzde 2.86 büyüme beklediğini gösteriyor.

Beklentilere göre fon sektörünün son çeyrekte ortalama toplam büyüklüğü 41.75 milyar TL düzeyinde olacak. Eylül sonu itibarıyla fon sektörünün büyüklüğü 40.35 milyar TL'dir.

### **En fazla ilgi korumalı fonlar, altın ve hisse fonlarda**

Anket, son çeyrekte yatırımcılardan en fazla ilgi görececek fonların korumalı fonlar, altın ve hisse fonları olduğunu gösterdi. Anapara korumalı fonlar ankete katılan 26 fon yöneticisinin 16'sının üç adet tercih belirtilen listesinde yer aldı. Bunun ardından listelerde en fazla yer alan fon türleri sırasıyla altın, hisse, A Değişken, B Değişken, endeks fonları oldu.

Ocak-Mart döneminde yapılan 2010 yılı sektör beklentileri anketinde de Anapara Korumalı ve Garantili fonlar öne çıkmıştı. Onları B tipi değişken ve A tipi değişken fonlar izlemişti. Aradan geçen zamanda yatırım araçlarının seyrine bağlı olarak sıra-



lamaya altın ve hisse fonlarının dahil olduğu ve değişken fonların önüne geçtiği görüldü.

### **4. Çeyrekte Fon Portföylerinde Planlanan Pozisyonlar**

**Hisse senetleri :** Katılımcıların %42'si hisse senetleri pozisyonunu **artıracak**, %38'i ise hisse senetleri pozisyonunda değişiklik yapmayacak. Azaltacağını belirtenler azınlıkta kaldı.

**Kamu borçlanma araçları:** Katılımcıların %73'ü pozisyonlarında **değişiklik yapmayacaklarını** belirtti.

**Özel sektör borçlanma araçları:** Katılımcıların yüzde 54'ü pozisyonunu **artıracak**, yüzde 46'sı değişiklik yapmayacak. Pozisyonunu azaltacağını belirten fon yöneticisi olmadı.

**Emtia:** Katılımcıların yüzde 52'si pozisyonunu **artıracığını**, %44'ü değişiklik yapmayacağını belirtti.

**Altın:** Katılımcıların yarısı pozisyonunu **artıracığını**, %46'sı değişiklik yapmayacağını belirtti.

**Yabancı menkul kıymetler:** Fon yöneticilerinin yüzde 73'ü pozisyonlarında **değişiklik yapmayacağını** belirtti.

**Döviz:** Fon yöneticilerinin %42'si pozisyonunu **azaltacağını** belirtenken, %38'i değişiklik yapmayacağı tercihini işaretledi. Pozisyonunu artıracığını belirtenler oldukça azınlıkta kaldı.

### **Anket Katılımcılarının Kurumları**

Ak Portföy Yönetimi A.Ş.  
Ata Portföy Yönetimi A.Ş.  
Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.  
Eczacıbaşı Portföy Yönetimi A.Ş.  
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.  
Fortis Portföy Yönetimi A.Ş.  
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.  
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.  
Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.  
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
İş Portföy Yönetimi A.Ş.  
Libera Portföy Yönetimi A.Ş.  
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.  
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.  
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.  
Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.  
Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.  
Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.



# OYAK YATIRIM

## Değer Yaratma Yolunda Sizinleyiz


- Kurumsal Finansman
- Varlık Yönetimi
- Aracılık Hizmetleri
- Araştırma

### OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Akatlar, Ebulula Cad. F2 C Blok 34335 Levent / Beşiktaş / İstanbul

Tel: 212 3191200 Fax: 212 3510599

E-Mail: [info@oyakyatirim.com.tr](mailto:info@oyakyatirim.com.tr) Website: [www.oyakyatirim.com.tr](http://www.oyakyatirim.com.tr)

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bir  kuruluşudur.



## Küresel krizden ders çıkarılmazsa yenilerine hazır olalım

Önde gelen ekonomilerin hükümetlerinin, özellikle ABD ve İngiltere’de ekonomi yönetimlerinin, kendi bankacılık sistemlerinin toparlanabilmesi ve karlarını arttırabilmeleri için, açığa işlemler dahil, küresel finans krizinin tetikleyicisi konumundaki spekülasyon işlemlere göz yummaları, küresel krizin derinleşmesine sebep teşkil eden ‘spekülasyon hırsları’ın önüne geçilememesi, küresel piyasalar için benzer risklerin devam etmesine sebep olmaktadır.

**2**008 sonbaharında ortaya çıkarak dünya ekonomisinde sarsıcı etkilerini gözlemlediğimiz küresel ekonomik kriz, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Uluslararası Çalışma Örgütü’nün (ILO) çalışmalarına göre, dünyada halen var olan işsizlere 30 milyon kişinin daha katılmasına ve toplam işsiz sayının 210 milyona ulaşmasına sebep

oldu. Her iki uluslararası kuruluşun ortak değerlendirmesi, durgunluğun özellikle gelişmiş ekonomilere zarar verdiği ve bu ülkelerde işsiz sayısının toparlanma sürecinde de düşmediği yönündedir.

Dünya ekonomisinde işgücü yılda yüzde 1,6 oranında büyüyor ve bu katılımı karşılamak için 45 milyon yeni iş yaratılması gerekiyor.

IMF ve ILO, ekonomiyi canlandırarak programlar uygulanması suretiyle talebin artırılmasını ve meslek edindirme programları uygulanmasını tavsiye ediyor. Yine, IMF’nin hesaplamalarına göre, küresel finans krizinde 6 trilyon dolarlık bir zarar ortaya çıktı. ABD’nin ekonomik yapısının bu krizden etkilenme düzeyi, makro ekonomik yapı boyutunda kimi temel noktaların yeni-

den gözden geçirilmesine sebep teşkil etti. Bu noktaları;

**1)** Ülkenin potansiyel büyüme hızının ne ölçüde yakalanabildiği ve sürdürülebilir bir büyüme trendinin elde edilip edilmediği;

**2)** Hane halkı gelirleri ile harcamaları arasındaki denge ve hane halkı borç yükü;

**3)** Ulusal ekonominin yeni istihdam imkanı üretebilme becerisi ve özellikle mevsimsel ve konjonktürel etkilerden arındırılmış istihdamın (örneğin tarım dışı istihdam) sürdürülebilirliği olarak ifade edebiliriz.

Söz konusu üç makro ekonomik noktaya ek olarak, ulusal ekonominin finans sisteminin etkin denetim ve gözetiminin, finans sisteminin sermaye yeterliliğinin, kamu malyesi alanında disiplin, bütçe açığı ve kamu borç stokunun sürdürülebilirliğinin, fiyat istikrarı ve döviz dengesine yönelik politikaların etkinliğinin de eş ölçüde önemli olduğu algılandı.

Sosyo-ekonomik boyutta ise, 'beyaz yakalı' işgücündeki işsizlik sorununun, 'mavi yakalı' işgücündeki işsizlik sorunundan daha travmatik etkileri olduğu belirlendi. Ulusal ekonomide satın alma gücünün önemli bir bölümünü temsil etmekte olan beyaz yakalı işgücünde gözlenecek ciddi işsizlik artışının hem nihai yurt iç talebi daralttığı, hem de tasarruf eğilimini güçlendirdiği gözlemlendi. Hükümetlerin, ekonomi yönetimlerinin beyaz yakalı işgücündeki işsizlik sorununu çözebilme adına yeterince başarılı olamamaları halinde ise, nihai yurtiçi talepteki toparlanmanın geciktiği ve bu nedenle ulusal ekonominin krizden çıkma ve toparlanma sürecinin geciktiği görüldü.

ABD ekonomik yapısı itibarıyla, bu krize 1970-2000 arası ortalama yüzde 3 büyümeyi başarmış iken,

2000-2009 döneminde 1,1 puanlık kayıpla, ortalama yüzde 1,9 büyüme ile girdi. Yine, 1970-2000 döneminde hane halkı harcamaları ile gelirleri arasındaki artış farkı harcamalar lehine yarım puan iken, bu fark 2000-2009 döneminde 1 puana çıktı. Bu nedenle, ABD hane halkının borcunun, yükümlülüklerinin GSYH'ya oranı 1970-2000 döneminde yüzde 100'den yüzde 135'e yükselirken, 2000-2009 döneminde yüzde 135'den yüzde 190'a ulaştı. Küresel krizin ABD ekonomisi üzerindeki etkilerinin bu ölçüde derinleşmesinde, hane halkının borç yükünün ağırlığı da göz ardı edilmemelidir.

### **Dünya ekonomisindeki kırılma süreci**

Dünya ekonomisi ve özellikle ABD ile Euro Bölgesi, 'son derece kırılma bir buz tabakası' üzerinde makro ekonomik dengelerini yeniden oluşturma gayreti içerisinde. Uluslararası bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasına yönelik adımlar, hemen hemen 10 aylık bir gecikme ile, Eylül ayı başında netlik kazanmış olmasına rağmen, para ve sermaye piyasalarında, özellikle vadeli işlem piyasalarında, açığa işlemlerin kısıtlanmamış veya yasaklanmamış olması, uluslararası kuruluşlar nezdinde endişelerin devam etmesine sebep olmaktadır.

Önde gelen ekonomilerin hükümetlerinin, özellikle ABD ve İngiltere'de ekonomi yönetimlerinin, kendi bankacılık sistemlerinin toparlanabilmesi ve karlarını arttırabilmeleri için, açığa işlemler dahil, küresel finans krizinin tetikleyicisi konumundaki spekülasyon işlemlerine göz yummaları, küresel krizin derinleşmesine sebep teşkil eden 'spekülasyon hırsları'nın önüne geçilememesi, küresel piyasalar için benzer risklerin devam etmesine sebep olmaktadır. Ayrıca, söz konusu spekülasyon iş-



Prof. Dr. Kerem Alkin  
İstanbul Ticaret Üniversitesi  
Öğretim Üyesi

**“** *Dünya bankacılık sisteminin küresel krizin nedenlerinden önemli dersler çıkarması gerekiyor. Bu noktada, küresel krizin atlatılıp atlatılmadığı, küresel krizin etkilerini azaltmak adına uygulanan para ve maliye politikalarına ne zamana kadar devam edilmesi gerektiği konularında sıcak tartışmalar gündemin öncelikli maddeleri olsa da, dünyanın önde gelen ekonomilerinin liderlerinin 'sürdürülebilir gelecek' (sustainable future) kavramına odaklanmalarının şart olduğu unutulmamalı.* **”**

lemler nedeniyle, küresel emtia fiyatlarının, kritik önemdeki hammaddelerin fiyatlarının, metal ve tarımsal ürün fiyatlarının, petrol ve doğalgaz gibi enerji türevlerinin fiyatlarının dünya ekonomisindeki toparlanmayla paralel olmayan bir yükseliş göstermelerine sebep olmaktadır.

## **Küresel kriz, 'sürdürülebilir gelecek' kavramına yönelik tartışmaları alevlendirdi**

İçinde bulunduğumuz günler, küresel kriz sonrası, finans kesiminde ve ekonomi yönetiminde 'nerede hata yaptık' boyutunda 'vicdan muhasebesi' yaptığımız bir dönem. Dünya bankacılık sisteminin küresel krizin nedenlerinden önemli dersler çıkarması gerekiyor. Bu noktada, küresel krizin atlatılıp atlatılmadığı, küresel krizin etkilerini azaltmak adına uygulanan para ve maliye politikalarına ne zamana kadar devam edilmesi gerektiği konularında sıcak tartışmalar gündemin öncelikli maddeleri olsa da, dünyanın önde gelen ekonomilerinin liderlerinin 'sürdürülebilir gelecek' (sustainable future) kavramına odaklanmalarının şart olduğu unutulmamalı. Çünkü;

- Sürdürülebilir gelecek, küresel yoksullukla etkin mücadeleyi ve dünya genelinde yaşam standartlarının iyileştirilmesini gerektiriyor.
- Bu hedefe ulaşmak için yeni ekonomik krizlerin önüne geçilmesi gerekiyor.
- Son küresel krizin önemli nedenleri arasında yer alan uluslararası bankacılık sistemindeki zafiyetlerin ve hataların önüne geçilmesi ve yeni kuralların hayata geçirilmesi gerekiyor.
- Çevrenin korunmasına yönelik tedbirlerin artırılması ve yeni bir 'Kyoto Protokolü'nün tamamlanması gerekiyor.
- Dünya ekonomisi bu süreci yo-



ğun rekabet içerisinde geçireceğinden, reel sektörde ve bankacılıkta düşük kar marjlarında güçlü kalmayı öğrenmek gerekiyor.

Bu noktada, küresel yoksullukla mücadele ve dünya genelinde yaşam standartlarının iyileştirilmesi, G-20 ülkelerinin öncelikli gündem maddesi olmak durumunda. Çünkü, dünya ekonomisi küresel kriz sonrası kendisini yeniden yapılandırırken, başta Çin ve Hindistan olmak üzere, dünya nüfusunda önemli payları olan ülkelerin, iç taleplerinin, iç tüketimlerinin güçlendirilmesi, artırılması gerekmektedir. Böylece, küresel ekonominin dünya ölçeğinde üretilen mal veya hizmetin yüzde 30'una değil, yüzde 20'sine başka ekonomilerden müşterileri bulacağı bir ortamın oluşturulması gerekmektedir. Bu noktada, G-20 ülkeleri içerisinde yer alan, aralarında Türkiye'nin de yer aldığı 11 gelişmekte olan ekonominin yaşam standartlarını iyileştirmek ve iç talebi güçlendirmek, aynı zamanda bu ekonomide bireysel bankacılık, ödeme sistemleri ve kurumsal ban-

kacılık alanında yeni iş imkanlarının, yeni fırsatların da oluşturulması anlamına gelecek.

## **Küresel kriz, dünya ekonomisinde sıklet merkezini Doğu'ya kaydırıldı**

Dünyanın önde gelen ekonomileri konumundaki G-7 Grubu açısından, küresel krizin neden olduğu tahribat dikkatle incelenmeli. Kriz, söz konusu önde gelen ekonomiler için adeta bir milat, bir kilometre taşı özelliği taşıyor. Öncelikle, ilgili ekonomiler ciddi bir 'yaşlanma' (aging) sorunu ile karşı karşıyalar. Bu nedenle, önümüzdeki 30 yıllık dönemde, söz konusu ekonomilerde iç talep ve bireysel bankacılık hizmetlerine, ödeme sistemlerinin kullanımına yönelik bir daralma gözlemleyeceğiz. Buna karşılık, Asya ekonomileri, dünya ekonomisinin büyüme lokomotifini olma özelliklerini perçinleyerek, ödeme sistemleri ve bireysel bankacılık alanında cazibe merkezi olmayı sürdürecekler. ABD'de hane halkının

bireysel ve kurumsal (corporate) borcunun GSYH'ya oranı yüzde 190 düzeyindeyken, Euro Bölgesi'nde aynı oran yüzde 100'leri geçerken, Türk ekonomisinde aynı oranın halen yüzde 40 düzeyinde olduğunu dikkate alırsak, bankacılık alanında geleceğin ve potansiyelin hangi coğrafyada olduğu rahatlıkla görülebilir. Tüm makroekonomik veri ve projeksiyonlar, açık ve net, Türkiye ve doğusunda kalan ekonomilerin, 2020'ler ve sonrasında dünya ekonomisinin yeni 'sıklet merkezi' olacaklarını teyit ediyor.

### **Merkez Bankası'nın yeni kararları dikkatle takip ediyor**

Merkez Bankası'nın 16 Eylül'de gerçekleştirdiği Para Politikası Kurulu toplantısında aldığı karar, politika faizi olan 1 hafta vadeli repo faiz oranını yüzde 7 düzeyinde tutarken, kendisinin borç aldığı TL faizlerini düşürmesiydi. Bunun anlamı, Merkez Bankası'nın bankaları Türk Lirası açısından rahat bıraktığı bir dönemde, bankalar gün sonunda ellerinde fazla kalan parayı Merkez Bankası'na satmayı tercih ettiğinde, bankaları artık bu parayı ya birbirlerine satmaya, ya da reel sektöre kredi olarak satmaya yönlendirmek.

Bankalar, kuşkusuz bu adımdan pek hoşlanmadılar ve Merkez Bankası'nın bu adımını bir parasal sıkılaştırma adımı olarak algıladılar. Ancak, bankacılık sistemi daha bu kararı sindiremeden, Başbakan Yardımcısı Ali Babacan ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu Başkanı Tevfik Bilgin'den, bankaların gerçekleştirdikleri işlemlere yönelik olarak, yüksek komisyon aldıklarına dair ciddi eleştiri geldi. Bu eleştirinin bir noktası, bankacılık sisteminin gelirleri içerisinde, komisyon gelirlerinin payının yüzde 3 civarından, yüzde 13'ün dahi üstü-

**“ Tüm makroekonomik veri ve projeksiyonlar, açık ve net, Türkiye ve doğusunda kalan ekonomilerin, 2020'ler ve sonrasında dünya ekonomisinin yeni 'sıklet merkezi' olacaklarını teyit ediyor. ”**

ne çıktığı gerçeği. Bu nedenle, gerek Bakan Babacan, gerekse de Başkan Bilgin, söz konusu havale, EFT benzeri bankacılık işlemlerinden alınan komisyon ücretlerinin bireysel ve kurumsal müşteriler lehine azaltılması yönünde konuyu takip edeceklerini belirttiler.

### **Zorunlu karşılık kararları da bankaları rahatsız etti**

Bankalar, bu konuyla ilgili olarak da, üzerlerindeki baskının artmasından rahatsızlık duysalar da, komisyon ücretlerini gözden geçireceklerini belirttiler. İşte, tam bu noktada, bankalar ardi ardına gündeme gelen ve kendileri açısından karlılık performanslarını gözden geçirmelerine sebep olan bu iki başlığı takip ederken, 3. bir adım da yine Merkez Bankası'ndan geldi. Merkez Bankası, bankaların topladıkları TL ve döviz mevduatına yönelik olarak uygulanan ve bankaların topladıkları TL ve döviz mevduatının bir kısmını Merkez Bankası nezdindeki bir hesapta bloke etmeleri anlamına gelen zorunlu karşılıklara uyguladığı düşük orandaki faizi de sıfırladı.

Bu karar sonrasında, önde gelen banka genel müdürleri, bu karardan banka karlarının azalması yö-

nünde olumsuz yönde etkileneceklerini belirttiler. Sektörün 1,5 milyar TL düzeyinde bir faiz geliri kaybına uğrayacağı görüşü dile getirildi. Kaldı ki, bu karar öncesinde, Merkez Bankası, TL ve döviz mevduatına uygulanan zorunlu karşılık oranlarını TL için yüzde 5'den 5,5'e, döviz mevduatı için de yüzde 10'dan 11'e yükselterek, bankaların 2,1 milyar TL düzeyinde TL mevduatı ve 1,5 milyar dolar düzeyinde daha döviz mevduatının bloke olmasına sebep olmuştu. Bankalar, yıl sonuna doğru karlılıklarını etkileyecek ve arka arkaya gelen kararlara yönelik olarak tepkilerini önümüzdeki dönemde de gösterecekler.

### **Bankalar 'büyüme' kozunu kullanabilir mi?**

Burada kritik olan konu, bankaların son birkaç haftadır kendilerine yönelik olarak alınan bu tür kararlar nedeniyle, kaynak maliyetlerindeki artışa, artış ihtimaline işaret ederek, reel sektöre, KOBİ'lere kullandıkları kredilerin faiz oranlarını da yükseltmek zorunda kalacakları, ya da yükseltebilecekleri mesajı verip vermeyecekleri. Yani, bankalar Hükümet'e, ekonomi yönetimine dönüp, 'siz ekonominin büyümesini istiyorsunuz. Bu durumda, kredilerin faiz oranlarının da cazip olması gerekiyor. Ancak, alınan bu son kararlar, bizi kredi faiz oranlarını arttırmaya zorluyor. Bu durum, önümüzdeki çeyrek dönemlerde gerçekleşmesi beklenen büyüme sürecine olumsuz etki yapabilir' kozunu kullanabilirler.

Bununla birlikte, Hükümet, ekonomi yönetimi, olası girişimlere rağmen, bankalara karlarının belirli bir bölümünü komisyonları aşağı indirerek ve reel sektöre kullanılan kredilerin faiz oranlarını yükseltmeyecek, reel sektörle paylaşmalarını talep ettiğini ifade edebilir. Süreci birlikte izleyeceğiz.

## T. GARANTİ BANKASI A.Ş. İSTANBULL SERBEST FONU

Fon'un en önemli avantajı, uzun ya da kısa pozisyon alabilme kabiliyeti sayesinde, risk profili yüksek yatırımcılara piyasa koşullarından bağımsız getiri yaratma potansiyeline sahip olmasıdır.

**T** Garanti Bankası A.Ş. tarafından kurulan Istanbul Serbest Fonu'nun ana yatırım amacı, farklı piyasa döngüleri yoluyla uzun vadeli ve sürekli mutlak getiri elde etmektir. Bu bağlamda "mutlak getiri" "nispi getiri" değil, fonun herhangi bir süre boyunca elde ettiği getiridir. Bu nedenle başka bir endeks ya da kıstası aşan getiri fazlasını göstermez. Fonumuz Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabilmektedir.

Fon'un en önemli avantajı, uzun ya da kısa pozisyon alabilme kabiliyeti sayesinde, risk profili yüksek yatırımcılara piyasa koşullarından bağımsız getiri yaratma potansiyeline sahip olmasıdır. Fon'un belirtilen amaca ulaşabilmek için kullanacağı temel ilke, Yönetici'nin öngördüğü piyasa yönüne paralel geliştireceği stratejilerdir ("yönlü stratejiler"- "directional strategies"). Arbitraj ve benzeri diğer "piyasa nötr" (piyasa hareketinden etkilenmeyen) işlemler ancak bu ana stratejiyi desteklemek veya beklenen getiriyi yükseltmek için gerçekleştirilecektir.

Fon Yöneticisi'nin hedefi; döviz kurları, hisse senedi, endeks seviyeleri ve faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin görüşüne dayanarak, parasal kompozisyon ve portföy ortalama vadesini ayarlamak suretiyle piyasa değişkenliği ve Türk aktiflerindeki sabit ve değişken getirili araçların sunduğu reel getirilerden yararlanmaktır. Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde bulunması kayıt ve şartıyla, Fon'un aktifleri farklı yabancı para cinsinden olabilir ve bu aktifler TL, US\$ ve/veya Euro para birimleri cin-



**Alpogan Erdoğan**  
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.  
Portföy Yönetimi ve Alternatif Yatırım  
Ürünleri Müdürü

sinden çıkarılan borçlanma senetlerini, Türk ve G7 ülke bankalarıyla borçlanma araçlarını, Türk ve G7 ülke hükümet, banka ve şirketleri tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri ve aslen Türk aktiflerine yatırım yapmak üzere yurt içi ve yurt dışında kurulu yatırım fonu paylarını içerebilir. Repo ve ters repo işlemleri yapılabilir. Döviz kuru değişimlerinin getiri oranı üzerindeki etkisini dengelemek için vadeli döviz sözleşmeleri aktiflere dahil edilebilir, forward döviz işlemi

yapılabilir. Opsiyon, swap, futures/forwards ve benzeri diğer türevler riskin dağıtılması ("korunma" veya "hedging") ve getirinin azami düzeye çıkarılması amacıyla kullanılacaktır. Yukarıda anılan her türlü işlem Türk ve G7 ülke borsaları, bankaları ve şirketleri ile gerçekleştirilir.

Istanbul Serbest Fonu üç kat kaldırarak kullanabilme kapasitesinin yanı sıra, başta Riske Maruz Değer olmak üzere anlık takip edilen çok sayıda risk sınırlamasına tabidir. Bu sınırlamalar fon yönetiminden bağımsız bir Risk Kontrol birimi tarafından takip edilmektedir.

Ülkemizde geçtiğimiz birkaç yıl içinde yatırımcılara sunulan alternatif yatırım araçları, düşen faiz ve yüksek oynaklık ortamında büyük potansiyel taşımaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki örnekler dikkate alındığında, önümüzdeki dönemde bu yatırım araçlarının talep görmeye ve pazar payını hızla artırmaya devam edeceğini öngörüyoruz. T. Garanti Bankası A.Ş. Istanbul Serbest Fonu da bu çerçevede sektörde öncü olmayı sürdürecektir ve yatırımcılarına piyasa koşullarından bağımsız sürdürülebilir ve mutlak getiri sağlama hedefini muhafaza edecektir.

### T. GARANTİ BANKASI A.Ş. İSTANBULL SERBEST FONU

<b>Fonun Adı</b>	: T. Garanti Bankası A.Ş. İstanbul Serbest Fonu
<b>Fonun Türü</b>	: Serbest Fon
<b>Kurucu</b>	: T. Garanti Bankası A.Ş.
<b>Yönetici</b>	: Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.
<b>Fon Başlangıç Tutarı</b>	: 500,000,000 TL
<b>Toplam Pay Sayısı</b>	: 50,000,000,000
<b>Kuruluş Tarihi</b>	: 01.09.2008
<b>İlk Halka Arz Tarihi</b>	: 04.06.2009





## Yatırımlarınıza karar vermenin çok daha kolay bir yolu var!

Birikimlerinizi değerlendirirken binlerce seçenek ve soru arasında kafanız karışmasın. Türkiye'nin ilk portföy yönetim şirketi Garanti Portföy, somut bilgiye dayanan felsefesi ve tecrübesiyle risklerinizi minimuma indiriyor. Gelin, siz de Garanti Portföy'ün yenilikçi ve öncü çözümlerinden faydalanın.



[www.garantiportfoy.com.tr](http://www.garantiportfoy.com.tr)

Bütün Garanti Bankası şubelerinde

Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

# Strateji A Tipi Risk Yönetim Fonu

Strateji A Tipi Risk Yönetim Fonu uzun-kısa piyasa nötr hisse fonudur. Hisse senedi portföyü oluşturur ve bu hisse portföyünü kapsayacak şekilde de VOB'da endeks vadeli kontratlarını kullanarak hedge eder.

**S**trateji A Tipi Risk Yönetim Fonu, kurumun B tipi likit fonunun ünvanının ve yatırım stratejisinin değiştirilmesiyle Mayıs 2006'da yatırımcılara sunuldu. Para piyasalarında faizlerin gerilemesiyle küçük likit fonların sürdürülmesi çok makul değildi. Ayrıca o dönemde Vadeli İşlemler Borsası'nın hayata geçmesiyle yatırım fonlarının türev enstrümanlara yatırım yapabilmesinin önü açılmış oldu. Strateji A Tipi Risk Yönetim Fonu vadeli işlemlerle koruma stratejisini ana strateji yapan, hatta vadeli işlemleri kullanan ilk yatırım fonudur.

Strateji A Tipi Risk Yönetim Fonu uzun-kısa piyasa nötr hisse fonudur. Hisse senedi portföyü oluşturur ve bu hisse portföyünü kapsayacak şekilde de VOB'da endeks vadeli kontratlarını kullanarak hedge eder. Yani 90 liralık hisse portföyümüz varsa kalan dokuz lirayla da 90 liralık vadeli işlemlerde kısa pozisyon alıyoruz. Böylece piyasa riskini teorik olarak sıfırlayıp pozitif alfayı yani piyasa üzerindeki pozitif getiri potansiyelini yatırımcıya sunmuş oluyoruz. Bu da aslında Alfred Winslow Jones'un tasarlamış olduğu finans dünyasındaki ilk hedge fonun stratejisidir. Bu stra-

tejide artık piyasanın yönünün önemi kalmaz, getiri fon yöneticisinin hisse seçimiyle piyasayı yenmesinden gelir. Yönettiğimiz diğer hisse fonda uzun süredir hisse seçimine bağlı olarak endekse göre oldukça iyi performans gösteriyorduk. Bu yeni fonun iddialı yatırım stratejisinin dayanak yeri de burası oldu.

Aslında bu zor bir stratejidir. Finans teorisi Etkin Piyasalar Hipotezi üzerine kuruludur. ABD ve İngiltere'deki fonlar üzerine yapılan akademik çalışmalarda ağırlıklı olarak, ortalama fon yöneticisinin endeks üzerinde getiri sağlama kabiliyeti olmadığı sonucu çıkmıştır. Bu yüzden hisse fonu sektörü daha çok endeksi izleyen az maliyetli endeks fonlarına yönelmiştir. Strateji Risk Yönetim Fonu'nun stratejisi ise piyasanın etkin olmadığı gerçeği üzerine kuruludur. Yani bir anlamda bu fonun uzun süreli pozitif getirisi Etkin Piyasalar Hipotezinin de gerçekleşmemesidir. Bu yüzden iddialı ve zor bir stratejiye sahiptir. Bu stratejiyle piyasa riski almadan hisse senedi yatırımı yapmak isteyen veya piyasanın yükselmeyeceğini düşünen ya da farklı stratejiyle yatırım sepetini dengelemek isteyen yatırımcılar için iyi bir alternatif yatırım aracı yaratmış olduk. Gerçekten de

fon kurulduktan bir süre sonra 2008 global krizini yaşadı ve yatırımcılarını 2008'teki irrasyonel piyasa fiyatı oluşumlarına rağmen o fırtınada korumayı başardı.

2009 yılında yalnız piyasa nötr stratejiyi biraz gevşettik. 2008 yılında panik satışları ve özellikle yabancı fonlara gelen fon bozum talepleriyle hisse piyasalarında inanılmaz fiyatlar oluşmuştu. Buradan yola çıkarak, piyasa koşullarına göre %20'ye kadar net pozisyon alabilme kararı aldık ve 2009 yılı boyunca %100 korumamızı %80'e indirdik. 2009'daki getiriyi bu net %20'lik pozisyonla sağladık. Yani 100 liralık hissemiz varken 80 liralık da kısa vadeli endeks pozisyonumuz vardı. 2009, 2008'deki irrasyonel fiyatlamaların düzeltildiği özel bir yıl oldu. Bu da bize çok sayıda hisse seçimi fırsatı verdi. Şimdi net pozisyonumuz biraz daha azalmış olsa da hala %100 hedge gitmediğimizi söyleyebilirim. Ama piyasa momentumunun zayıfladığı ve önümüzdeki dönemde piyasayı bekleyen risklerin getiri potansiyelinden fazla olduğu konusunda kanaat oluşursa, fon yönetimi olarak tekrardan %100 piyasa nötr stratejisine döneceğiz. Yani böylece hisse seçimine ilave olarak, kendimize %20'ye kadar momentum po-



**Bülent Topbaş**  
Strateji Menkul Değerler A.Ş.  
Fon Yöneticisi

zisyonu ile ilave getiri sağlayabilme esnekliği getirdik, ama %20 net pozisyon üst çizgimizdir. Bu fon düşük piyasa riski stratejisini korumaya devam edecek.

Ancak şunu belirtmekte yarar var; bu bir korumalı veya anapara garantili fon değil. Bu tip korumalı fonlar sabit getirili enstrümanlara yatırım yapar ve değişik opsiyonlarla da şarta bağlı bir getiri sağlayacak şekilde tasarlanırlar. Bu yüzden vade sonu getirisi ve riski bellidir. Standart sapması da düşüktür. Strateji A Tipi Hisse Fonu ise hem yukarı yönlü hem de aşağı yönlü risklere maruz kalır. Herşeyden önce bu fonun yatırımcısı fon yöneticisinin endeks üzerinde getiri sağlayabilme becerisi riskini alır. Endeksi yenmek de telaffuz edildiği kadar kolay değildir. Üstelik fon yöneticisinin endeksi yenme becerisi olsa bile bu beceri lineer değildir. Özellikle ralli dönemlerinde endeksi bir kaç büyük banka ve holding hissesi sırtladığı zaman, portföy bir süre piyasanın gerisinde kalır ve negatif getiri üretir; ya da fon yönetimi olarak bir sektörü veya hisseyi yanlış değerlendirebiliyoruz ve piyasanın gerisinde kalabili-

yoruz; ya da piyasa hisseyi uzun süreye yanlış fiyatlayabiliyor ve hissenin fon yönetiminin hedef değerine gelmesi uzun zaman alabiliyor. Bu yüzden biraz uzun vadeli değerlendirilmesi gereken bir yatırım aracı.

Bu fonu, piyasa oynaklığından fazla hoşlanmayıp az risk-az getiriye tercih eden ya da endeks konusunda kötümser olan yatırımcı için alternatif bir hisse fonu olarak ya da fonun uzun vadeli betasının 0.20 ve standart sapmasının da endeksin standart sapmasının yarısı kadar olduğu göz önüne alındığında, ana hisse yatırımdan çok portföy çeşitlendirmesi için uygun bir enstrüman olarak düşünmek gerekir kanaatindeyim. Bu tip enstrümanlar da şu açıdan önemli: Türkiye’de faizlerin düşmesiyle birlikte yatırım alışkanlıklarında da bir değişiklik yaşanması gerekiyor. Genel seçim, çift dip tartışmaları gibi yatırımcının gündeminde önemli konular olsa da önümüzdeki dönemin en önemli belirleyenin faizlerin kalıcı olarak düşmesi olacağını düşünüyorum. Alternatif getirili enstrümanlar ve buna bağlı olarak kurumsal yatırımcıların ön plana çıkacağı bir dönem ya-

şayacağız. Kişisel ve kurumsal birimlerin değerlendirilmesinde çeşitli risk ve getiri yapısında ürünlerin sunulması sermaye piyasalarının gelişimi açısından olumlu olacaktır.

**“ Genel seçim, çift dip tartışmaları gibi yatırımcının gündeminde önemli konular olsa da önümüzdeki dönemin en önemli belirleyenin faizlerin kalıcı olarak düşmesi olacağını düşünüyorum. Alternatif getirili enstrümanlar ve buna bağlı olarak kurumsal yatırımcıların ön plana çıkacağı bir dönem yaşayacağız. ”**

## STRATEJİ A TİPİ RİSK YÖNETİM FONU

<b>Fonun Adı</b>	: Strateji A Tipi Risk Yönetim Fonu
<b>Fonun Türü</b>	: Hisse Fon
<b>Kurucu</b>	: Strateji Menkul Değerler AŞ
<b>Yönetici</b>	: Strateji Menkul Değerler AŞ
<b>İhraç Tarihi</b>	: 18 Mayıs 2006
<b>Büyüklüğü</b>	: 18,997,797 TL (06/09/2010 itibarıyla)

# East Capital'ın yatırım felsefesi üç ayak üzerinde: odaklanma, uzun vade ve yerel olarak varolma

Doğu Avrupa piyasalarında uzmanlaşmış varlık yöneticisi East Capital'ın kurucu başkanı Peter Elam Hakansson, yatırım prensipleri, gelişmekte olan piyasalar, Türkiye ve varlık yöneticilerinin kriz sonrası başarı faktörleri hakkında Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını cevapladı.

**K**Y-Bize East Capital'dan bahsedermisiniz? Küresel stratejiniz, yönetiminizdeki toplam varlık büyüklüğü ve dağılımı nedir?

**Peter Elam Hakansson-** East Capital, Doğu Avrupa piyasalarında uzmanlaşmış önde gelen bağımsız bir varlık yöneticisidir. Yatırım stratejisini kapsamlı piyasa bilgisi, temel

analiz ve yatırım ekipleri tarafından sıklıkla yapılan şirket ziyaretlerine dayandıran East Capital, 30 ülkeye yayılan ve 400 milyondan fazla insanı kapsayan East Capital Universe'de aktif olarak 4.2 milyar euroluk varlığı yönetmektedir.

Yüzde 100 odaklanma ve uzun vadeli perspektifimiz, başarımız için anahtar ve dünya çapında 450,000'den fazla doğrudan ve dolaylı müşterimiz ve lider kuruluşa

sağlamayı vaat ettiğimiz yüksek getiri için anahtar olmaya devam etmektedir.

**KY- Gelişmekte olan bir piyasaya yatırım yapma kararı alırken öncelikle hangi faktörleri gözönüne alıyorsunuz? Kurumunuzda yatırım kararı mekanizması nasıl işliyor?**

**PH-** East Capital'ın yatırım felsefesi üç ayak üzerindedir: odaklanma, uzun vade ve yerel olarak varolma.

**Odaklanma** – Uzmanlaşmaya inanıyoruz. Bu bizim piyasalarımızı daha iyi anlamamızın yanı sıra genellikle açıkça görülemeyen yatırım fırsatlarını tanımlayabilmemize olanak sağlıyor. East Capital Universe dediğimiz, Baltık ülkeleri, Orta ve Doğu Avrupa, Güneydoğu Avrupa, Rusya ve komşu ülkelere yatırım yapıyoruz. Kaynaklarımızın tümü bu piyasaları, şirketleri ve bir endekste yer alıp almadıklarına bakmadan potansiyellerini araştırma ve anlamaya harcanıyor.

**Uzun Vade** – Başarılı bir şekilde



yüksek getiriler elde edebilmek için uzun vadeli gelişme trendlerini anlamak önemlidir. East Capital Universe'deki geçiş ekonomilerinin ekonomik gelişme açısından uzun vadeli bir periyotta gelişmiş ekonomilerden daha iyi performans göstereceği kanısındayız. Gelişmekte olan bir ekonominin içinde daha uzun bir periyotta bileşik büyümeden daha fazla yararlanacak sektör ve nihayetinde şirketlerin olacağı kanısını da taşıyoruz.

**Yerellik** – Kuvvetle inanıyoruz ki görmek inanmaktır. Bölgemizdeki brokerage araştırması hem kapsam hem de nitelik açısından sınırlı düzeyde olduğundan, ilk elden bilginin ana akım yatırımcıların bilmediği yatırım fırsatlarını tanıyabilmemize ve eğrinin önünde yatırım yapabilmemize olanak sağlayacağını biliyoruz. Yatırım ekiplerimiz zamanlarının önemli bir bölümünü seyahat ederek, şirketler ve yönetimleriyle buluşmaya harcıyorlar. Biz bunun finansal raporları ilave bir bilgi boyutuyla yorumlamak ve bir şirketin gelişmekte olan piyasalarda sürekli değişen koşulları yönetme kabiliyetini doğru şekilde değerlendirebilmek için gerekli olduğunu düşünüyoruz.

Bütün olarak bakıldığında, yatırım felsefemiz yatırım kararlarımıza temel olacak ve aktif yönetimi temin edecek özgün bilgi ve istihbaratı bize sağlamaktadır.

**KY- Gelişmekte olan piyasalarda en çok hangi varlık sınıfını tercih ediyorsunuz? Niçin?**

**PH-** Rusya ve Türkiye gibi yerlerde cazip değerlemeler gözönüne alındığında hisse senetleri bariz olarak ilgi çekici. Bireysel piyasalar bazı zamanlarda çalkantılı olabilsede, gelişmekte olan piyasa hisse senetleri daha uzun vadede geliş-



**Peter Elam Hakansson** East Capital, Kurucu, Başkan ve Yatırım Ekibi Başkanı

miş ülke hisse senetlerinden daha iyi performans gösterdiğini kanıtladı. Uzun vadeli bir görüşe sahip olmak önemli.

**KY- Önümüzdeki yıl yapılacak genel seçimler öncesinde Türkiye piyasasını nasıl değerlendiriyorsunuz?**

**PH-** Güçlü büyüme, düşük enflasyon ve faiz oranları ve ihtiyatlı bankacılık sektörüne bağlı olarak, halihazırda Türk hisse senetleri için güçlü bir iştah var. Siyasi sesler seçimler yaklaştıkça tabii ki artacaktır ancak hükümetin 12 Eylül'deki anayasa referan-

dumunda tatmin edici bir çoğunluk aldığı gerçeği, ki bu geniş ölçüde AKP'ye onay notu olarak yorumlandı, yatırımcıları daha rahatlatıyor.

**KY- Yatırım dünyasında yeni bir kısaltmadan bahsediyor: CIVETS (Colombia, Indonesia, Vietnam, Egypt, Turkey and South Africa). Bu yeni gruplandırma konusunda sizin görüşünüzü alabilir miyiz?**

**PH-** Temelde yatan konular için küçük önem taşıyan bir kısaltma daha, ancak bazı varlık yöneticileri fonlarını bu kısaltmaları temel alarak



oluşturdukları için, ismi geçen piyasalara fon akışlarında bir etkisi olabilir. Asıl konu, görüşümüze göre, birçok yatırımcının gelişmiş dünyadaki yavaş büyüyen ve fazlasıyla borçlu piyasalara çok bağlı durumda olduğu bir ortamda, bütünüyle gelişmekte olan piyasalar ile gelişmiş piyasalar arasındaki seçimdir.

**KY- Finansal kriz sonucunda güven ne derece zedelenmiştir? Varlık yöneticileri başarılı olabilmek için nasıl davranmalı?**

**PH-** Genel olarak finansal piyasaya güven büyük olasılıkla olumsuz şekilde darbe aldı. Sadece olasılıkları değil riskleri de anlatmanın önemli olduğuna inanıyoruz. Her zaman uzun vadeli olmanın önemi ve piyasalarımızın oldukça çalkantılı olabileceğine işaret ediyoruz. Ayrıca yatırımcı olarak sizin neye

yatırım yaptığınızı anlamamanın önemli olduğunu düşünüyoruz.

**KY- Bir iyileşme mi yoksa başka bir kriz mi olacağını anlamak için çoğunlukla hangi belirtileri takip edersiniz?**

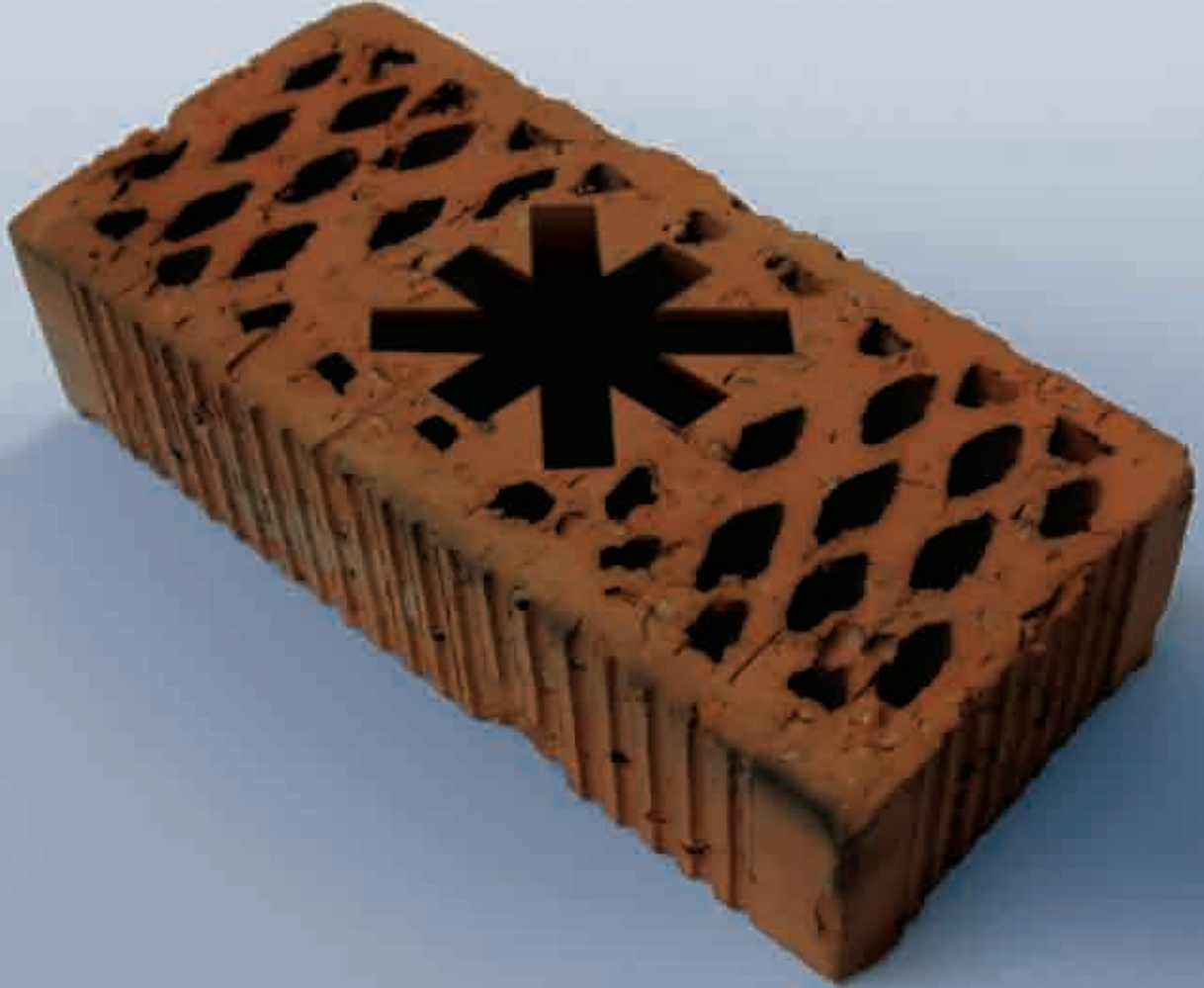
**PH-** Analizimizi geniş bir makroekonomik ve piyasa endikatörü yelpazesine dayandırıyoruz. Krizler farklı nedenlerle ortaya çıkabildiği için herhangi birini özel olarak ayırmak zor. Geçmişteki hatalardan ders alınması gerekmesine rağmen, yarının krizlerini dünün krizlerini analiz ettiğimiz (etmiş olmamız gerektiği) şekilde analiz etmek de mutlaka doğru değil. Ek olarak, yatırım yaptığımız ülkelere çok seyahat ederiz, zeminde neler olduğunu daha iyi ve tercihen istatistiklerde çıkmadan önce anlamak için şirketlerle, iktisatçılarla ve politika yapımcıları ile buluşuruz.

“ East Capital Universe dediğimiz, Baltık ülkeleri, Orta ve Doğu Avrupa, Güneydoğu Avrupa, Rusya ve komşu ülkelere yatırım yapıyoruz. Kaynaklarımızın tümü bu piyasaları, şirketleri ve bir endekste yer alıp almadıklarına bakmadan potansiyellerini araştırma ve anlamaya harcanıyor. ”

# TÜRKİYE'DE İLKLERİN MİMARİ

8 Eylül 2000 tarihinde kurularak faaliyetlerine başlayan Finans Portföy Yönetimi A.Ş., sektöre rakiplerinden farklı bir bakış açısı ile yaklaşarak, sunduğu ve yakın bir gelecekte sunacağı yeni ürünler ile yatırımcılara yepyeni yatırım fırsatlarının kapılarını açmaktadır.

Bugün itibarıyla 6 Borsa Yatırım Fonu, 17 Yatırım Fonu, 1 Yatırım Ortaklığı ve Finans Emeklilik ve Hayat A.Ş.'ye ait olan 5 Emeklilik Fonunu yöneten Finans Portföy Yönetimi A.Ş. aynı zamanda bireysel ve kurumsal portföy yönetimi hizmeti de sunmaktadır.



 **FINANS**PORTFÖY

[www.finansportfoy.com](http://www.finansportfoy.com)



## Özel sektör sermaye piyasasının meyvelerini toplamaya başladı

*Düşen faiz ortamında, vergisel düzenlemelerin de desteğiyle oluşan uygun koşullarda uzun vadeli finansman imkanı gören özel sektörün, artan ölçüde tercih etmeye başladığı tahvil ihraçları kurumsal yatırımcıların da ilgi odağında. ÖST ihraçları dosyamızda; ihraççının tahvil ihracı öncesi ve sonrası izlenimleri, aracı kurumlar ve kurumsal yatırımcı açısından geliştirilmesi gereken yönler ve ihraççıdan beklentiler, ÖST'de hukuki haklar, piyasanın mevcut durumda geldiği nokta ve derecelendirme başlıkları altında inceleniyor.*



## *İMKB Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı'ndan ilk ihracı gerçekleştiren Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.'nin Genel Müdürü Aslı Karadeniz, Kurumsal Yatırımcı'nın sorularını cevapladı.*

### **KY- Tahvil ihracına nasıl karar verdiniz?**

**Aslı Karadeniz-** Yatırımlarımızın fonlamasını uygun maliyet ve uygun vade ile yapmak amacı ile tahvil ihracını tercih ettik. Tahvil, orta vadeli borçlanmada TL bazında en verimli maliyeti sağlıyor. Bugün bankalardan 2 yıl vadeli TL borçlanma yapmak istemeniz halinde bu ya mümkün olmuyor ya da yüksek faiz oranları ile karşı karşıya kalıyorsunuz. Tahvilde ise faizin ana parçası gösterge devlet tahviline endeksli olduğu için size piyasa ile paralel hareket etme imkanı sağlıyor. Şirketiniz halka açık bir şirkete ve olumlu mali tablolarınız varsa şirket riskini ifade eden ilave faiz (spread) de makul oluyor. Ayrıca tahvil piyasası kredi piyasasından farklı bir piyasa olduğu için şirketinize ikinci bir fonlama kaynağı yaratmış oluyorsunuz. Bu avantajları nedeniyle tahvil ihracına karar verdik.

### **KY- İMKB Nitelikli Yatırımcıya İhraç Pazarı'nın ilk ihracını gerçekleştirdiniz. Aşamaları anlatır mısınız? Yatırımcıların ilgisini nasıl buldunuz? Bu ilgiyi neye bağlıyorsunuz?**

**Aslı Karadeniz-** Tahvilimizi Nite-likli Yatırımcıya İhraç Pazarında ih- raç etme önerisi çalıştığımız aracı kurumdan geldi. Bu pazarda ihracı yapmak için öncelikle halka açık şirket olmanız gerekiyor. Bu özelliğe sahipseniz aşamalar oldukça yalın; diğer pazarlarda gereken izahna- me ve sirküler hazırlama aşamaları bu pazarda yok. Gerekli SPK baş- vurularını yaptıktan sonra, şirketimi- zi biraz daha detaylıca tanıtmak üzere aracı kurumumuzun seçmiş olduğu finans kurumlarına ziyaret

yaptık ve görüşmelerimiz neticesin- de piyasaya vermek istediğimiz spread'i belirledik. İhraçtan bir kaç gün önce de KAP'a açıklama yapı- rak tüm ilgili pazarın ihracımız hak- kında bilgilendirilmesini sağladık. İhraç gününde aracı kurumumuz tahvili- mizi ilgili tahtada satışa sundu. Yatı- rımcı ilgisi şaşırtıcı derecede mem- nun edici oldu bizim için; 40 Milyon TL'lik tahvilimiz ihraç günü 09:30'da satışa sunuldu, 09:38'de 39 Milyon TL'lik kısmı satılmıştı. Kalan 1 Milyon TL'de 1 saat içinde satıldı.

### **KY- Tahvil ihracını tekrar dü- şünür müsünüz?**

**Aslı Karadeniz-** Kısa dönemde ikinci bir ihraca ihtiyacımız yok, ama ilk ihracımızın vadesine doğru ikinci bir ihracı değerlendiririz diye düşünüyorum.

### **KY- Ülkemizde özel sektör tahvil ihraçlarının yeniden canlanmaya başlamasını siz- ce hangi faktörler sağladı?**

**Aslı Karadeniz-** Ana sebep faiz- lerin tek haneye düşmesi. Tüm yatı- rımcılar devlet tahvili, hazine bonu- su getirisinin üzerinde verim sağla- yacak enstrüman arayışına girdi. Bugün tahvilde gösterge faiz + 300 baz puan gibi bir ihraç yaptığınız- da, göze küçük görünen 300 puan reel olarak devlet tahvilinin %35 üzerinde bir getiri sağlıyor. Bu da özel sektör tahvillerinin cazibesini arttırdı.

### **KY-Özel sektör borçlanma araçlarının sermaye piyasası- nın gelişimine nasıl hizmet edeceğini düşünüyorsunuz?**

**Aslı Karadeniz-** Çok olumlu etki-



**Aslı Karadeniz**  
Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.  
Genel Müdür

“ Özel sektör borçlanma araçlarının sermaye piyasalarını olumlu etkileyeceğini düşünüyorum, halka arzlar artacaktır ve halka açık şirket sayısı arttıkça da özel sektör tahvili ihracı da artacaktır. ”

leyeceğini düşünüyorum, halka arz- lar artacaktır ve halka açık şirket sa- yısı arttıkça da özel sektör tahvili ih- racı da artacaktır. Şu an yapılan ih- raçları ilk versiyon olarak görüyo- rum, bundan sonra daha kompleks yapılar- da tahvil ihraçları gelişeceğini düşünüyorum; örneğin opsiyonlu tahviller olabilir.

# Halka arz yöntemiyle gerçekleşen ihraçların artırılması gerekiyor

Finansal esnekliği artırarak, özel sektör firmalarına uzun vadeli teminatsız borçlanabilme imkanı sağlayan borçlanma aracı ihraçları 2010 yılında ivme kazanmıştır. Borçlanma aracı ihracı ile sermaye piyasalarından fon temin eden şirketlerin amacı, banka borçlanmasına alternatif uzun vadeli fon teminini sürekli kılmak ve takip eden ihraçlarda piyasaların güvenini kazanarak, daha düşük maliyetler ile borçlanabilmektir. Yatırımcılar ise düşen faiz ortamında özel sektör risk primi (spread) ile ilave getiri imkanı yaratarak, diğer sabit getirili yatırım araçlarının (yatırım fonları, mevduat ve devlet tahvilleri) getirilerinin üzerinde ek faiz kazancı elde edebilmektedir.

2005 yılında uzun bir aradan sonra gerçekleştirilen ilk tahvil ihracının ardından 23 Temmuz 2006 tarihinde T.C. Hazine'sinin ihraç etmiş olduğu borçlanma araçları ile stopaj oranının (%15'den %10'a düşürülerek) eşitlenmesi ve 6 Mart 2007 tarihinde ihraç maliyetleri üzerinde ilave yük teşkil eden Damga Vergisi ve Finansal Faaliyet Harçlarının kaldırılması, bu araçları hem yatırımcı, hem de ihraççı açısından daha cazip hale getirmiştir. Ayrıca, ülkemizde uzunca bir süre yaşanan yüksek enflasyon süreci ve devlet iç borçlanma faizlerinin çift hanelerde seyrettiği piyasa koşullarında, özel sektör tahvil ihraçlarının geçmişte istenen düzeyde olmaması, pek de şa-

“ Özel sektör tabvillerinin gelişimi öncelikli olarak ihraççıların ve yatırımcıların beklentilerinin birbirini daha karşılar hale gelmesiyle mümkündür. Bunun da işin doğası gereği zamanla oturacak bir süreç olduğunu farkedip, piyasanın olgunlaşma sürecini de gerçekçi beklentilerle değerlendirmek en sağlıklıdır. ”

şırtıcı karşılanmamalıdır. SPK ve İMKB'nin yasal mevzuatın sadeleştirilmesi ve ürün çeşitliliğinin artırılmasına yönelik yoğun çalışmaları ile desteklenen bu süreç neticesinde ve piyasa faiz koşullarının da daha uygun hale gelmesiyle birlikte, 2010 yılının ilk sekiz ayında toplam 2,6 milyar TL'lik özel sektör borçlanma aracı ihracı Sermaye Piyasası

Kurul Kaydına alınmıştır.

İhraçların büyük çoğunluğu tahsisli satış yöntemi ile alıcısı önceden belirli olan kurumsal yatırımcılara gerçekleştirilen borçlanma aracı ihraçlarından oluşmaktadır. 2010 yılındaki toplam 21 ihracın sadece 7 tanesi halka arz yöntemi ile gerçekleştirilmiş ve özel sektörü bireysel ve kurumsal sermaye piyasası yatırımcısı ile buluşturabilmiştir. İhraçların süreklilik kazanabilmesi ve arz sonrası ikinci el piyasada işlem görerek likiditenin sağlanabilmesi için halka arz yöntemi ile gerçekleşen ihraçların artırılması gerekmektedir.

İş Yatırım tarafından 2010 yılında halka arz yöntemi ile yapılan özel sektör tahvil ihraçlarından Bimeks ve Merinos Halı'da ihraç edilen tahvil miktarının 1,2 katı, Creditwest Faktoring'de 2,5 katı, Akfen Holding'de 5,4 katı talep toplanmış ve arzlar başarıyla gerçekleşmiştir. Bu arzlar ikincil piyasadaki güçlü fiyat performanslarıyla da dikkat çekmişlerdir.

Özel sektör tahvillerinin gelişimi öncelikli olarak ihraççıların ve yatırımcıların beklentilerinin birbirini daha karşılar hale gelmesiyle mümkündür. Bunun da işin doğası gereği zamanla oturacak bir süreç olduğunu farkedip, piyasanın olgunlaşma sürecini de gerçekçi beklentilerle değerlendirmek en sağlıklıdır. Bu açıdan makroekonomik göstergelerin

istikrarını koruması ve dezenflasyon sürecinin Merkez Bankası orta vade enflasyon hedefleri olan %5 seviyelerine seyrini sürdürmesi, özel sektör tahvil piyasasının gelişimi için makroekonomik koşulları yine önemli hale getirmektedir.

Arz tarafında özellikle sermaye yapısı sağlam, düzenli nakit akışına sahip ve sektörel konumu güçlü şirketlerin bu enstrümanları uzun dönemli finansman kaynağı olarak değerlendirip, sadece maliyet odaklı değil, vade uzatma, bilanço esnekliği sağlama gibi diğer önemli katkıları da hesaba katarak topyekün değerlendirmeleri gerekir. Mevcut durumda, bankacılık sektöründe güçlü krediler için yaşanan yoğun rekabet, güçlü ihraççılar için banka kredilerini şirket tahvillerine nazaran maliyet açısından daha avantajlı hale getirebilmektedir. Ancak, özellikle kriz dönemlerinde bankacılık sektöründe doğal olarak ortaya çıkabilen risk azaltma ve bilanço küçültme hareketlerinin banka kredileri için geri çağırılma riski yaratması, özel sektör tahvil piyasasını alternatif bir finansman kanalı olarak risk yönetimi açısından da önemli bir hale getirmektedir. Ayrıca tahvillerin borçlanma kapasitesi uygun olan şirketler için teminatsız olarak veriliyor olması da, özellikle yatırım fırsatlarının finansmanı açısından, firmalara önemli bir kullanım esnekliği sağlamaktadır.

Talep tarafında ise, ülkemizdeki tasarruf mekanizmalarının gelişmiş ülkelere göre henüz istenen düzeye ulaşmamış olması önemli bir kısıt olarak öne çıkmaktadır. Özellikle bu enstrümanların doğal alıcısı olarak sayılabilecek başta emeklilik fonları, sigorta şirketleri olmak üzere yerli kurumsal alıcıların yeterli varlık büyüklüklerine ulaşmamış olmaları da,



**Başak Selçuk**  
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Kurumsal Finansman Müdür Yardımcısı

“ Yatırımcı tarafında kredi riski analizi kültürünün ve bu alanda uzmanlaşmış insan kaynağının henüz yeter düzeyde olmaması ve risk fiyatlandırmasının belli bir standarda oturması için gerekli olan derecelendirme sisteminin bulunmaması önemli eksikliklerdendir. ”

yine bu piyasanın gelişim ivmesini kısıtlamaktadır. Yatırımcı tarafında kredi riski analizi kültürünün ve bu alanda uzmanlaşmış insan kaynağının henüz yeter düzeyde olmaması ve risk fiyatlandırmasının belli bir standarda oturması için gerekli olan derecelendirme sisteminin bulunmaması önemli eksikliklerdendir.

Şu an için eksiklik olarak dikkat çeken diğer konular, ihraççı sektör çeşitliliğinin sağlanamamış olması, çıkan şirket vadelerinin büyük çoğunluğunun iki yıllık gösterge DİBS tahvil vadesinden öteye gidememesi, ihraç büyüklüklerinin 50-100m TL arasında kalması ve haliyle ikincil piyasa işlem hacimlerinin göreceli olarak düşük seyretmesidir. Ayrıca finansal şirketlere Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarının faiz ödemelerinde ve alım satım kazancında %0 olarak uygulanan BSMV'nin özel sektör tahvillerinde %5 olması fiyatlamalara yansımakta ve maliyetleri artırmaktadır.

Önümüzdeki süreçte makroekonomik faktörlerin istikrarını sürdürmesi durumunda piyasanın derinleşerek büyümesini ve yerli kurumsal yatırımcıların düşük faiz ortamında ek getiri arayışıyla özel sektör tahvillerine ilgisinin artarak devam etmesini öngörüyoruz. Ancak bu hassas gelişim sürecinde özellikle ihraca aracılık eden kurumların, ihraççı kredi kalitesi üzerinde önemle durması ve yatırımcı/ihraççı eğitimi üzerinde özenle gayret göstermesi gerekmektedir. Finansman ve faktoring şirketleri ile kalkınma ve yatırım bankaları tarafından gerçekleştirilen ihraçların ağırlıklı olduğu özel sektör borçlanma araçları piyasasında, reel sektörden gelen ihraççı firmalar ile birlikte 2010 yılı toplam ihraç miktarının 3 milyar TL'ye yakın olmasını beklemekteyiz.

# ÖST talebinde ihraççı şirketin finansal operasyonel gücü önemli

**B**DDK, 30 Eylül 2010 tarihinde aldığı karar ile mevduat bankalarının TL cinsi Tahvil/Bono ihraçları hakkındaki usul ve esasları belirledi ve yapılan hesaplamalara göre 51 milyar TL'ye kadar ulaşabilecek ÖST ihracının önü açılmış oldu. Bu kapsamda, önümüzdeki dönemde mevduat bankalarının da katılımıyla ÖST ihraçlarının önemli ölçüde gelişme göstererek sermaye piyasalarına yeni bir boyut kazandırmasını beklemekteyiz. Bununla birlikte, bankacılık dışı finansal kesimin (tüketici-konut-araç finansmanı, faktöring, leasing vb.) ve reel sektörün de şu ana kadar yapmış olduğu tahvil ihraçlarını artıran oranlarda sürdürmesini beklemekteyiz.

Geçtiğimiz yıllar içerisinde, ÖST ihraçlarının artması için düzenleyici otoriteler tarafından çok önemli adımlar atıldı. ÖST'ye ilişkin uygulanan stopaj oranının %15'ten 10'a düşürülmesi, ihraç maliyetlerini arttıran bazı vergi ve harçların kaldırılması, ilgili kıymetlerin repo karşılığı teminata verilebilmesi, SPK ve İMKB'nin yasal mevzuatı sadeleştirerek ÖST ihraç sürelerini önemli ölçüde kısaltması, bu alanda yapılan çalışmalara önemli ölçüde hız kazandırmıştır.

TCMB'nin uygulamakta olduğu para politikası ve yabancı yatırımcıların bu yıl içerisinde yaklaşık 9 milyar USD düzeyinde DİBS alımı yapması, TL cinsi reel faizlerin belirgin bir şekilde düşmesine ve verim eğrisinde düzleşmeye sebep olmuştur. DİBS piyasasında oluşan bu yeni denge, yatırımcıları alternatif getiri arayışına sürüklemekte, bir başka deyişle yeni dönemde gerçekleşmesini beklediğimiz ÖST ihraçları için oldukça elverişli bir finansal ortam hazırlamaktadır. Reel sektöre uzun vadeli ve teminat-



**Emrah Ayrancı**  
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.  
Fon Yönetimi Müdürü

sız borçlanma imkanları sunan ÖST ihraçlarının maliyetleri ve kullanım şartları, bu gelişmelerin ışığında banka kredilerine kıyasla oldukça uygun seviyelere gerilemiştir.

## Kurumsal yatırımcıların ÖST'lerine talebini etkileyen faktörler

Kurumsal yatırımcının ÖST'lerine talebini etkileyen faktörlerin en başında, ihraca çıkan şirketin finansal ve operasyonel gücü gelir. Bu bağlamda, ihraççı yapan şirketin borç karşılama, finansal kaldıraç, karlılık, büyüme, likidite oranları vb. finansal göstergeleri ve bu şirketin geçmiş ödeme performansı, faaliyet gösterdiği sektörün durumu, kurumsal yönetim ilkeleri ve yönetim stratejisi, kurumsal yatırımcının ÖST ihracına olan talebini etkileyen başlıca faktörlerdir.

Bir bankanın kredi verme sürecine çok benzer bir şekilde, kurumsal yatırımcı da ÖST ihracı sürecinde ilgili firmayı ayrıntılı bir şekilde analiz eder. Bundan dolayı, ihraca gelen şirket ve

aracı kurum tarafından, kurumsal yatırımcıya eksiksiz ve zamanında bilgi akışı sağlanması da ÖST talebini etkileyen çok önemli bir faktördür. İhraççı yapan şirketin bağımsız denetim tarafından onaylanmış son 3 yılına ait mali tabloları (nakit akışı, bilanço ve gelir tablosu), ilgili firmanın en az ihracına çıktığı tahvilin vadesi kadar uzunlukta yapılmış finansal projeksiyonları, faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin geçmiş büyüme oranları (projeksiyonları), ortaklık yapısı ve şirketin kredi ilişkileri istenen veriler içinde öne çıkanlardır. İhraççı yapan şirketlerin bağımsız kredi derecelendirme kuruluşları tarafından notlandırılmış olması, kurumsal yatırımcının ÖST'lere olan talebini etkileyen bir diğer faktördür. Tahvil ihracından elde edilecek kaynağın ne yönde kullanılacağına firma tarafından açıkça bildirilmesi ve aracı kurum tarafından ilgili ÖST için ikincil piyasada sağlanacak likidite koşulları da kurumsal yatırımcının talebini etkileyen diğer önemli faktörlerdir.

“Önümüzdeki dönemde mevduat bankalarının da katılımıyla ÖST ihraçlarının önemli ölçüde gelişme göstererek sermaye piyasalarına yeni bir boyut kazandırmasını beklemekteyiz”

# Özel Sektör Tahvili Yatırımcıları Hangi Haklara Sahip?

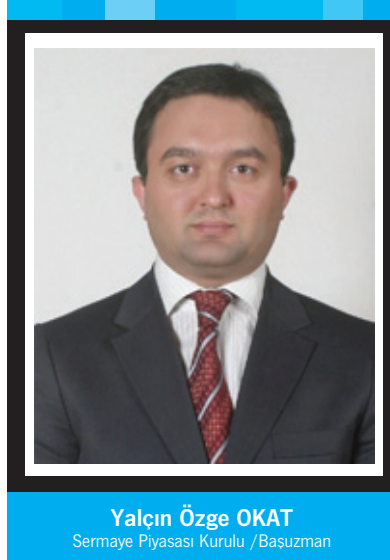
Ülkemizde giderek yaygınlaşan ve en önemli alıcıları arasında kurumsal yatırımcıların bulunduğu özel sektör tahvilleri acaba yatırımcılarına ne gibi haklar sağlıyor? Bu yazımızda tahvil sahiplerinin soruları üzerinden konuyu değerlendirmeye çalışacağız.

## Tahvil sahibi olarak haklarımı gösteren belge hangisidir?

Tahvil izahnamesinde ihraççı ve ihraç hakkında bilgi verilir, bu arada tahvil sahibinin hakları da belirtilir. İzahname, ticaret siciline tescil edildiği gibi, ihraççının internet sitesinde ve www.kap.gov.tr adresinde ilan edilir (Seri:II, No:22 sayılı SPK Tebliği, "Tebliğ", m.15). Değişken faizli tahvillerde uygulamaya esas alınacak faiz oranına izahnameye yer verilmesi zorunludur (Tebliğ, m.33, f.2).

## Tahvil bana nasıl bir talep hakkı verir?

Tahvil sahibinin en temel hakkı, ortaklığa ödünç olarak verdiği anapara ve faizini vadesinde geri almaktır. Faiz dışında ihraç veya itfa primleri de söz konusu olmaktadır. Nominal değerinden daha düşük bir bedelle satılan tahvilin satış bedeliyle nominal değeri arasındaki fark "ihraç primi", nominal bedelden satıldığı halde itfa sırasında daha yüksek bir bedelle geri alınan tahvilin ise satış bedeli ile nominal değeri arasındaki fark "itfa primi" olarak adlandırılmaktadır. Tahvilin



**Yalçın Özge OKAT**  
Sermaye Piyasası Kurulu /Başuzman

ikinci elde alım satımından ortaya çıkan alım satım karları ise, hukuki anlamda faiz veya prim sayılmakta ve tahvil sahibinin haklarına ilişkin hesaplamalara dahil edilmemektedir.

## İhraççı ödeme yapmazsa ne yapabilirim?

Anapara veya faiz vadesinde ödenmezse, tahvil sahibi gecikme faizi talep edecektir. Borçlar Kanunu (BK), alacaklının zararının gecikme faizi tutarını da aşması halinde,

borçlunun bu ek zararı da karşılaması gerektiğini belirtmektedir (m.105: "Munzam Zarar"). Bu durumda, tahvil sahibi bu ek zararını da ihraççıdan talep edebilecektir. Bu durumda ihraççı, ancak gecikmeden dolayı kendisine hiçbir kusur isnat edilemeyeceğini kanıtlayarak bu zararı tazminden kurtulabilecektir. Yani ispat yükü ihraççıdadır.

Diğer taraftan, eğer tahvil karşılığı için rehin verilmiş ise, tahvil sahibi önce rehinin paraya çevrilmesi yoluyla takip yapmak zorundadır. Bu takibi yapmadan ihraççıya başvuramaz (İcra ve İflas Kanunu, "İİK", m.45, f.1). Bunun tek istisnası, konut finansmanından kaynaklanan ve rehinele temin edilmiş alacaklar için getirilmiştir. Bu alacakların takibinde, rehinin paraya çevrilmesi, haciz veya iflas yollarının tamamına alternatifli olarak başvurulabilir (İİK, m.45, f.2).

## Tahvil garantöründen hangi koşullarda talepte bulunabilirim?

Eğer tahvil bir kişi veya kuruluş tarafından garanti edilmişse, gecikme durumunda ihraççı ve garantöre ayrı ayrı veya birlikte başvurul-

“*Tabvil sahibi ile ihraççı arasındaki ilişki, temelde basit alacaklı-borçlu ilişkisi gibidir. Bu nedenle tabvil sahibinin yönetime ilişkin hakları bulunmaz. Tekil sözleşmelerle yapılandırılan karmaşık borç ilişkilerinde bu tür haklar söz konusu olabilir.*”

ması konusundaki kararı tahvil sahibi verecektir. İhraççı ve garantör, “müştereke ve mütesilsilen sorumlulu” sayılacaklardır (Türk Ticaret Kanunu, “TTK”, m.7).

### **Şirket yönetimine ilişkin haklarım söz konusu olabilir mi?**

Tahvil sahibi ile ihraççı arasındaki ilişki, temelde basit alacaklı-borçlu ilişkisi gibidir. Bu nedenle tahvil sahibinin yönetime ilişkin hakları bulunmaz. Tekil sözleşmelerle yapılandırılan karmaşık borç ilişkilerinde bu tür haklar söz konusu olabilmektedir.

Diğer yandan tahvil sahipleri, diğer şirket alacaklıları gibi, yönetim kurulu üyelerinin görevlerini kasten veya ihmali sonucu olarak yerine getirmemesi halinde ve kanunda

sayılan diğer bazı hallerde, yönetim kurulu üyelerine karşı dava açabileceklerdir (TTK, m.336).

### **Şirketin kar veya zararı beni ilgilendirir mi?**

İhraççılar esas sözleşmelerinde veya varsa özel mevzuatlarında hüküm bulunmak şartıyla tahvillere kardan pay verebilirler (Tebliğ, m.34, f.1). Bu konudaki esaslar izahnamede yer alır ve her bir tahvil ihracı için farklı olabilir. Bu konuda üç esastan biri ihraççı tarafından seçilecektir: (a) faize ek olarak kar payı verilmesi, (b) faiz söz konusu olmaksızın tahvile kardan pay verilmesi ve (c) kar payı ve faizden hangisi yüksekse onun ödenmesi (Tebliğ, m.34, f.3).

Kar payı dışında tahvilin anaparası ve varsa faizi, şirketin kar ve zarar durumu ne olursa olsun tahvil sahibine ödenmek durumundadır.

### **Tahvilimi hisse senediyle değiştirebilir miyim?**

Ancak “Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil” (HDT) veya “Değiştirilebilir Tahvil” (DET) sahipleri bunu yapabilir. HDT’ler ortaklıklar tarafından çıkarılan ve yatırımcılara tahvillerini ortaklığın payları ile değiştirebilme olanağı veren araçlar iken, DET’ler yatırımcılara tahvillerini ihraççı dışındaki diğer ortaklıkların hisse senetleri ile değiştirebilme olanağını vermektedir.

Dönüştürme esasları her HDT veya DET’in kendi izahnamesinde belirlenecektir. Ancak SPK Tebliği gereği, dönüştürme işlemi, en erken vade başlangıç tarihinden itibaren bir yıl sonra yapılabilmektedir (Tebliğ, m.35, m.46).

### **Tahvili devretmemle ilgili bir usul söz konusu olabilir mi?**

TTK’ya göre tahviller, nama veya hamiline çıkarılabilecektir (m.425, f.1, b.5). Tebliğ, tahvillerin emre yazılı olarak da çıkarılabileceğini ifade etmekle birlikte (m.7, f.2), bu konu tartışmalıdır. Devir usulüne izahnamede yer verilecektir. Eğer tahvil nama yazılı ise, devir “alacağın temlik beyanı” ve “teslim” ile olacaktır. Eğer hamiline yazılı ise, devir için “teslim” yeterlidir. Tahvillerin daha çok hamiline yazılı olması beklenmelidir.

### **Şirket başka bir şirketle birleşirse tahvillerden kaynaklanan haklarım ne olur?**

İhraççının birleşme yoluyla tasfiyesiz infisahında tahvil sahibi ortaklıktan ödeme veya teminat isteyebilmektedir (TTK, m.451).

### **“Tahvil Sahipleri Genel Kurulu” nedir? Bana ne sağlar?**

İhraççının kendi isteği veya aynı seriden tahvil sahiplerinin beşte birinin imzasıyla tahvil sahipleri genel kurulu toplanabilir. Genel kurulun faiz, vade ve itfa şartlarının tahvil sahiplerinin aleyhine olarak değiştirilmesi ve tahvil karşılığı hisse senedi alınmasının kabul edilmesine ilişkin yetkileri vardır.

### **Şirketin iflası halinde tahvil sahibi olduğum için bir öncelik hakkım var mı?**

Böyle bir öncelik hakkı bulunmuyor. Hukukumuzda göre iflas durumunda, işçiler, nafaka alacaklıları gibi birçok imtiyazlı alacaklı grubu öncelik hakkına sahip olmaktadır. Tahvil sahipleri bunların arasında bulunmamakta, diğer imtiyazsız alacaklılarla aynı şartlara tabi olmaktadır.

# *ING Bank Yatırım Fonları ile akıllı yatırım yapmak çok kolay!*



*Global tecrübemizle size, basit, sade ve anlaşılır yatırım fonları sunuyoruz.  
Gelin, size en uygun yatırım fonlarını birlikte seçelim, gücünüze güç katalım.*

*ING Bank A.Ş. Yatırım Fonları, ING Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından yönetilmektedir.*

# 2010 yılında şu ana kadar yapılan tüm özel sektör tahvil ihraçlarının üzerinde bir rakama ulaşıldı

Özel Sektör Borçlanma Araçları				
	2006	2007	2008	2009
Adet	2	6	4	8
İhraç Tutarı (milyon TL)	120	417	270	290

KAYNAK: SPK

Yaşanan global krizin kredi kaynaklarında yarattığı daralma, fon sağlayıcıların borç vermedeki isteksizliği, faiz oranlarındaki düşüş ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun yapmış olduğu düzenlemeler özel sektör tahvil-leri vasıtasıyla sağlanacak finansmanı geçmiş dönemlere nazaran daha cazip kılmıştır. 1998-2005 tarihleri arasında hiç özel sektör tahvil ihraç edilmeyen piyasada 2006 yılından bu yana sınırlı bir artış gözlenmektedir. 2010 yılında ise şu ana kadar yapılan tüm tahvil ihraçlarının üzerinde bir rakama ulaşılmıştır. 2010 yılı içerisinde 2,6 milyar TL tutarında 16 adet tahvil ihracı, 105 milyon TL tutarında üç adet finansman bonusu, 1,4 milyar tutarında üç adet Banka Bonusu SPK tarafından kayda alınmıştır. Bu ihraçlardan altı tanesi Tahvil, iki tanesi Banka Bonusu olmak üzere İMKB'de işlem görmektedir. Şu an için Özel Sektör Menkul kıymetlerinin likiditesi oldukça düşük olmakla beraber İMKB işlem hacminin yaklaşık %0,04'ünü oluşturmaktadır.

2010 yılı ihraçları						
İhraççı	Tutar (milyon TL)	Türü	Kupon bilgisi	Vade	İhraç spread	Satış Türü
Akfen Holding	100	değişken faizli tahvil	2	2 yıl	250	halka arz
Creditwest Faktoring Hizmetleri	50	değişken faizli tahvil	2	2 yıl	245	halka arz
Lider Factoring	50	değişken faizli tahvil	2	2 yıl	275	halka arz
Merinos Halı	50	değişken faizli tahvil	4	2 yıl	395	halka arz
Bimeks	30,5	değişken faizli tahvil	2	2 yıl	395	halka arz
Boyner	40	değişken faizli tahvil	4	2 yıl	300	halka arz
TSKB	151,7	Banka Bonusu	-	180 gün	55	halka arz
TSKB	48,3	Banka Bonusu	-	360 gün	85	halka arz
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	30	Tahvil	-	18 ay	80	tahsisli satış
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	30	Finansman bonusu	-	360 gün	60	tahsisli satış
Koç Fiat Tüketici Finansmanı A.Ş.	50	Finansman bonusu	-	360 gün	90	tahsisli satış
Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	100	Banka Bonusu	-	max 360 gün	değişken	tahsisli satış
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	50	Tahvil	-	18 ay	90	tahsisli satış
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	25	Finansman bonusu	-	360 gün	90	tahsisli satış
Keskinoğlu Tavukçuluk	25	Tahvil	2	2 yıl	177	tahsisli satış
Keskinoğlu Tavukçuluk	25	Tahvil	2	3yıl	183	tahsisli satış
DD Konut Finansmanı A.Ş.	50	Tahvil	4	3 yıl	155	tahsisli satış
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	70	Tahvil	2	2 yıl	-	tahsisli satış
Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	700	Banka Bonusu	-	max 360 gün	değişken	tahsisli satış
Akbank T.A.Ş.	\$ 1000	Tahvil	2	5 yıl	350	tahsisli satış

Önümüzdeki günlerde Ekspo Faktoring'in 20 milyon TL tutarında iki yıl vadeli, Bank Pozitif Kredi ve Kalkınma Bankası A.Ş.'nin 100 milyon TL tutarında üç yıl vadeli, Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.'nin 200 milyon TL tutarında 18 ve 24 ay vadeli, SGT Sanayi ve Ticari Ürünler Dış Ticaret A.Ş.'nin 500,000 TL tutarında, Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin 1 milyar USD tutarında ve Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 20 milyon TL tutarında iki yıl vadeli olmak üzere toplam 1,791 milyon TL tutarında özel sektör tahvil ihracı beklenmektedir.





**Gülin Yılmaz**

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Hazine Uzmanı

**Sabit Getirili Menkul Kıymetler (2009/09)**

	SGMK (milyar \$)	SGMK / GSYH	Kamu Kesiminin Payı	Özel Sektör Payı
1 ABD	25,105	176%	36%	64%
2 Japonya	11,602	230%	84%	16%
3 İtalya	3,77	180%	54%	46%
4 Fransa	3,188	121%	53%	47%
5 Almanya	2,927	90%	53%	47%
6 Çin	2,413	51%	59%	41%
7 İspanya	2,071	144%	34%	66%
8 İngiltere	1,566	71%	73%	27%
9 Kanada	1,26	95%	69%	31%
10 Brezilya	1,227	83%	65%	35%
<b>24 Türkiye</b>	<b>217</b>	<b>35%</b>	<b>100%</b>	<b>0%</b>
<b>Toplam</b>	<b>64,448</b>	<b>122%</b>	<b>53%</b>	<b>47%</b>

Dünya örneklerine bakıldığında Sabit Getirili Menkul Kıymetlerde özel sektör payı %50 civarında iken, Türkiye'de ise bu oranın % 1'in altında olduğu görülmektedir. 2005-2008 yılları arasında gelişen piyasalarda yapılan yerel para cinsinden özel sektör tahvil ihraçları 221 milyar dolardan 430 milyar dolara çıkarken, ülkemizde sadece 807 milyon TL'lik ihraç gerçekleşmiştir.

## Özel sektör tahvil ihraçlarında derecelendirme / Fitch Ratings

Uluslararası piyasalarda ihraç edilen tahvillerin çoklukla bir bağımsız derecelendirme şirketi tarafından derecelendirildiğini biliyoruz. Derecelendirme Türkiye'de sermaye piyasasında yapılacak tahvil ihraçları için bir zorunluluk değildir. Ancak yatırımcılar açısından özellikle de bireysel yatırımcılar açısından yatırımlarını doğru değerlendirebilmelerine yardımcı olan bir araç olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. Tahvil derecelendirmesi söz konusu tahvilin anapara ve faizinin zamanında ve tam olarak ödenme olasılığı hakkında verilen bir görüştür. Tabii ki tahvilin ödenebilirliği tahvili ihraç eden şirketin temerrüt olasılığı hakkındaki görüşe dayanmaktadır. Bu konuda derecelendirme kuruluşlarının verdikleri rating, her ne kadar bir temerrüt riski içeriyorsa da, mutlak bir temerrüt riski ölçütü değildir sadece çeşitli tahvillerin birbirlerine göre standart risk kategorilerinde kıyaslanmalarını sağlar. Kısaca mut-

lak (kardinal) bir ölçüt değil sıra gösteren ordinal bir ölçüttür. Borç enstrümanları arasında teminat-sız ve öncelikli tahviller aynen ihraç edenin rating notu seviyesine derecelendirilirse de teminatlı ve garantili tahviller ile ikinci derecede ihraç edilen tahviller ihraççı rating notundan farklı değerlendirilir.

Son yıllarda derecelendirme şirketleri metodolojilerinde şeffaflığı arttırarak temerrüt olasılığı ile birlikte düşük rating kategorilerindeki tahvillere uyguladıkları temerrütte geri kazanım kavramlarını açıklamaya başlamışlardır. Düşük rating seviyelerindeki tahvillere uygulanan temerrütte geri kazanım oranları tahvil alacaklısı açısından yatırımının ne kadarını kaybetme riski taşıdığı konusunda fikir verir. Yatırımın tamamını kaybetmiyor olmak dolayısı ile temerrüt riskinde bir azalmayı yansıttığı için geri kazanım oranı yükseldikçe tahvil rating notları artar.



**Botan Berker**

Fitch Ratings Türkiye Genel Müdürü

# Sermaye piyasasına yönelik akademik programlar



**Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü** bünyesinde İktisadi ve Mali Analiz Ana Bilim Dalı Ekonomi ve Mali Piyasalar Analizi Tezsiz İkinci Öğretim Yüksek Lisans Programı ile İşletme Anabilim Dalı Finans İkinci Öğretim Tezsiz Yüksek Lisans Programı yer alıyor. <http://sosbilens.ankara.edu.tr/>

**Boğaziçi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde** Ekonomi ve Finans Tezsiz Yüksek Lisans Programı veriliyor. Üniversitenin İktisat bölümü öğretim görevlilerinin yanı sıra uzmanlar ve yabancı misafir öğretim elemanlarının da ders verdiği bir yıllık ücretli program üç dönemden oluşuyor. <http://www.econfin.boun.edu.tr/>

**İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü** Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı programı kapsamında para politikası ve finansal piyasalar, finansal kurumlarda risk yönetimi, para teorisi,

yatırım teorisi, sermaye piyasası hukuku, vadeli işlemler gibi dersler yer alıyor. <http://sbe.istanbul.edu.tr/>

**ODTÜ Uygulamalı Matematik Enstitüsü** bünyesinde Finansal Matematik programı yer alıyor. Ülkemizde gitgide daha gelişmiş ürünlerin finansal piyasalara entegre olmakta olduğundan hareketle, öğrencilere opsiyon fiyatlaması, diğer kompleks finansal ürünlerin fiyatlamasında kullanılan modeller ve matematiksel tekniklerin yanı sıra finansal ekonometrinin bazı yönleri anlatılıyor. Finansal Matematiğe bağlı bir alan da Aktüerya Bilimleri. 'Hayat ve Emeklilik Sigortasında Finansal Matematik' opsiyonu beklenmedik yaşam olasılıklarına odaklanıyor. Enstitü'de Finansal Matematik tezli ya da tezsiz yüksek lisans, Hayat ve Emeklilik Sigortası'nda Finansal Matematik tezsiz yüksek lisans ve Finansal Matematik tezli doktora programları mevcut. <http://www3.iam.metu.edu.tr>

Ülkemizde birçok devlet ve vakıf üniversitesi, sermaye piyasalarında daha iyi analiz ve karar verme yeteneklerine sahip kalifiye eleman yetişmesini sağlamak üzere sermaye piyasası uzmanlığı programları yanı sıra, sosyal bilimler enstitüleri bünyesinde bankacılık ve finans yüksek lisans programları yürütüyor. Kurumsal Yatırımcı'nın bu sayısında Akademik sayfalarını, İstanbul ve Ankara'daki üniversitelerin söz konusu programlarının kısa tanıtımına ayırdık.

**Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü'nde** Bankacılık, Sermaye Piyasası ve Borsa ve Sigortacılık Anabilim Dallarında tezli ve tezsiz yüksek lisans programlarının yanı sıra, Bankacılık Doktora Programı yer alıyor. Yüksek lisans için öğrenim süresi 2+1 (2 yıl eğitim 1 yıl uzatma süresi), Doktora programı için 4+2 (4 yıl eğitim 2 yıl uzatma süresi) yıl olarak belirlenmiş. Bankacılık, Sermaye Piyasası ve Borsa ve Sigortacılık tezli yüksek lisans programlarında her bölüm için 15'şer öğrenci; Bankacılık, Sermaye Piyasası ve Borsa ve Sigortacılık tezsiz yüksek lisans programlarında her bölüm için 40'ar

öğrenci; Bankacılık Doktora Programında 10 öğrenci kontenjanı bulunuyor. <http://bse.marmara.edu.tr/>

## **VAKIF ÜNİVERSİTELERİ**

**Bilkent Üniversitesi Uygulamalı Yabancı Diller Yüksek Okulu** Bankacılık ve Finans Programı'nda, uluslararası bankacılık ve finansal standartlar doğrultusunda İngilizce ağırlıklı olmak üzere, İngilizce ve Fransızca olarak ders veriliyor. İlk yıl bankacılık/finans ve yabancı dillere ilişkin temel eğitimi, ikinci yıldan başlayarak ise dersler daha ihtisaslaşarak iş ve finansla bağlantılı belirli finansal konuların ayrıntılı çalışmasını içeriyor. <http://www.bilkent.edu.tr/bilkent-tr/academic/appschools.html>

**İstanbul Bilgi Üniversitesi** Sermaye Piyasası Uzmanlığı Sertifika Programı'nda eğitim lisanslama sınav konularını da içerecek şekilde hazırlanmış. Tüm bireysel katılımcılara açık, sürekli eğitimlerin yanı sıra kurumlara yönelik özel içerikli ve zamanlamalı paket programları da hazırlanıyor. Eğitim programının sonunda Sertifika Sınavı yapılıyor. Sınavda başarılı olanlara "Başarı Sertifikası", başarılı olamayanlara ya da sınava katılmayanlara "Katılım Belgesi" düzenleniyor. Her katılımcının iki sınav hakkı bulunuyor. <http://sermaye.bilgi.edu.tr/>

**Doğuş Üniversitesi Meslek Yüksekokulu** bünyesinde Menkul Kıymetler ve Sermaye Piyasası Programı yer alıyor. Öğrenciler her yılsonunda altı hafta süreli işyeri uygulaması eğitimine katılıyor. [http://www.dogus.edu.tr/unv/aka/tr\\_1\\_3\\_8\\_1.aspx](http://www.dogus.edu.tr/unv/aka/tr_1_3_8_1.aspx)

**Gedik Meslek Yüksekokulu** Gedik Vakfı, 2010-2011 Eğitim-Öğretim yılında Gedik Meslek Yüksekokulu'nu açtı. Pendik İlçesi'nin ilk ve tek yüksek öğrenim kurumu olan okuldaki 590 öğrencilik kontenjanın %65'i tam ya da %50 burs imkanından faydalanabiliyor. Gedik Kaynak, Gedik Döküm-Vana ve Gedik Yatırım'ın stratejik çö-

züm ortağı olarak destek vereceği okulda bu yıl, Kaynak Teknolojisi, Tahribatsız Muayene, Mekatronik, Dış Ticaret programları yanı sıra Menkul Kıymetler ve Sermaye Piyasası programı da açıldı. Aynı zamanda Halkla İlişkiler ve Tanıtım, Bankacılık ve Sigortacılık, Menkul Kıymetler ve Sermaye Piyasası (2. Öğretim) ve Kimya Teknolojisi programlarını da açmak üzere YÖK'e başvuruda bulundu. İkinci öğretim programlarıyla, çalışan gençlerin iş hayatına ara vermeden kendi alanları dışında bir alanda uzmanlaşmaları ya da çalıştıkları alanda mesleki bilgi ve becerilerini artırmaları hedefleniyor. <http://www.gedikmyo.edu.tr/>

**Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu** bünyesinde iki yıl süreli Menkul Kıymetler ve Sermaye Piyasası Programı düzenleniyor. YGS-6 puan türü ile yerleştirme yapılan program, Selimpaşa Kampüsü'nde veriliyor. Öğrencilerin birinci yılın finallerinden sonra, yaz döneminde sekiz hafta süre ile kendi programları ile ilgili işyerlerinde staj yapmaları zorunlu. <http://sbmyo.khas.edu.tr/menkul-kiymetler-ve-sermaye-piyasasi/program-hakkinda-33.html>

**Haliç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans Programı** tezli veya tezsiz olarak alınabiliyor. Eğitim dili Türkçe olan programın tezli süresi dört yarıyıl, tezsiz program süresi ise altı yarıyıl. <http://www.halic.edu.tr/sosyal-bilimler/bankacilik-finans-abd>

**Kültür Üniversitesi Ekonomi-Finans Uygulama ve Araştırma Merkezi**'ni oluşturmuş. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi bünyesinde, öncesinde Ekonomi Platformu ismiyle faaliyetlerini yürütmekte olan Ekonomi-Finans Uygulama ve Araştırma Merkezi, Nisan 2009'da kuruluş sürecini tamamlamış. Merkezin başlıca amaçları; ulusal ve uluslararası ekonomi, maliye, planlama gibi makro ekono-

mik ve ekonominin alt sektörleriyle ilgili konularda araştırma, etüd, proje, yayın ve benzeri çalışmalar yapmak. <http://www.iku.edu.tr/TR/31325-2-0-1-605-4/Ekonomi-Finans-Uygulama-ve-Arastirma->

**Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü** İktisat Anabilim Dalı Bankacılık ve Finans Ekonomisi Tezsiz Yüksek Lisans Programı, genel ve temel ekonomik analiz yaklaşımı ve tekniklerinin yanı sıra özellikle bankacılık ve finans sektörünün kurumlarını, işleyişini, yönetim tarzını, karşı karşıya buldukları riskler bağlamında ulusal ve uluslararası olaylar ve örneklere ilişkin pratik çözümlere dayanan bir içeriğe sahip. Eğitim süresi üç yarıyıldan oluşuyor. <http://sbe.maltepe.edu.tr/bankacilik-finans-ekonomisi-tezsiz>

**Sabancı Üniversitesi Finans Yüksek Lisans Programı** eğitimleri, 2008 yılında kurulan ve Güneydoğu Avrupa'nın (İsrail hariç) ilk finans laboratuvarı olma özelliğini taşıyan CAFE'de (Center for Applied Finance Education) gerçekleştiriliyor. CAFE'nin derslik bölümünde 25 adet, özel çalışma odasında ise üç adet iş istasyonu (bilgisayar) bulunuyor. Çift LCD ekranı olan her bilgisayarda, finansal veri hizmetlerine ve destekleyici yazılımlara erişim bulunuyor. Bu yazılımlar arasında Thomson Reuters DataStream, Matriks, Rasyonet StockGround, WRDS, CRSP, CompuStat gibi finansal bilgi ağları ve veritabanlarının yanı sıra, FTS gibi sanal alım-satım ve portföy simülasyon araçları da yer alıyor. Program kapsamında ayrıca Thomson Reuters Akademi oluşturulmuş. Akademi, Thomson Reuters İstanbul ofisi tarafından bir tam gün verilen eğitim çalıştayı ile yarım günlük bir gözden geçirme oturumunu takip eden bir sınavdan oluşuyor. <http://www.sabancıuniv.edu.tr/ybf/tr/?PrgMif/Welcome.php>

**Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü** bünyesinde Finansal İktisat Yüksek Lisans/Doktora Programı yer alıyor. <http://www.yeditepe.edu.tr/lisansustu/finansal-iktisat>

# Yatırım aracı olarak sanat

*Üç güzelliğe sahip bir varlık sınıfı*

Michael Moses ve Adriano Picinati di Torcello tamamen farklı sektörlerde çalışmalarına rağmen, meslek hayatlarını sanata adadılar. New York Üniversitesi Stern İşletme Fakültesi doçenti Michael Moses, Jiangping Mei ile birlikte, güzel sanatların uzun vadeli fiyat performansını izlemelerini sağlayan verileri derleyen Mei Moses® Güzel Sanatlar Endeksi'ni geliştirdi. Yıllardır sanat piyasasının gelişimini inceleyen Deloitte Lüksemburg Kıdemli Müdürü Adriano Picinati di Torcello, sanat ve finans çevresindeki girişim ve faaliyetlerin koordinasyonundan sorumlu.

Michael Moses ve Adriano Picinati di Torcello ile yapılan söyleşileri Lüksemburg Finansal Merkezi'nin resmi bülteni Luxembourg for Finance'den (LFF) derledik.

## FF: Güzel sanatlar endeks ailesi ne için kullanılıyor?

**Michael Moses:** Endeksler birkaç farklı amaç için kullanılabilirler. Büyük müzayede evlerinin elde ettiği getiriler ile diğer varlık sınıflarının karşılaştırılmasında kullanılabilirler. Servet yönetiminde en ideal dengeli portföyleri oluşturmak için, diğer endekslerle birlikte kullanılabilirler. Sanat varlıklarının piyasaya göre değerlemesinde kullanılabilirler.

## LFF: Sanat endekslerinin daha klasik diğer endekslerle oranla görece performansını nasıl ölçüyorsunuz?

**MM:** Varlık sınıfını oluşturan dayanak varlıklardan elde edilen gerçek getiriyi iyi hesaplayan bir endeksimiz olduğu sürece, bu endeks, tıpkı diğer tüm finansal endeksler gibi kullanılabilir. Mei Moses endeks ailesi bünyesindeki her endeks, endeksleri oluşturan tekrar satılan parçalardaki getiri değişimlerinin en az yüzde 50'sini ortaya koyar. Eski usta ve empresyonist endeksinde yüzde 70'in üzerinde olan bu oran, savaş sonrası endeksinde yüzde 50 seviyesindedir.

## LFF: Sanata olan talep ve piyasa büyüklüğü nedir?

**MM:** Aslında hiç kimse sanat piyasasının gerçek büyüklüğünü bilmiyor. Tek genel bilgi, müzayedede gerçekleşen işlemler ve o da yılına göre 10–25 milyar dolar arasında değişebiliyor. Satıcı piyasasında fiyat şeffaflığı yok ve bu yüzden dünya çapındaki büyüklüğünü bilmek mümkün değil. Piyasaların aşağı yukarı aynı büyüklükte olduklarını düşünüyoruz çünkü biri diğerinden daha iyi olsaydı, diğerini devre dışı

bırakırdı ve henüz böyle bir şey olmadı. Eğer bu rakamsal verilere müzelerin ve diğer kuruluşların envanterlerini eklerseniz, bütün sanat ve antika piyasası için 2-5 trilyon dolarlık bir piyasa kapitalizasyonu bizim için şaşırtıcı olmayacaktır. Bu yüzden sanat ana varlık sınıflarından biridir!

## LFF: Yeni sayılabilecek bu varlık sınıfına yatırım yapmak için uzman olmak gerekiyor mu?

**MM:** Diğer tüm sınıflardaki gibi, inceleme ve bilgi toplama, başarılı yatırımın önemli özellikleri. Son on yılda, sanat piyasasında acemi yatırımcılara yardımcı olacak zengin bir araştırma kaynağı ve işlem veri tabanları oluştu. Her sanat yatırımcısının anlaması gereken önemli bir husus, sanatın çok demokratik olduğudur. Araştırmalarımız gösterdi ki, en iyi finansal performans için en pahalı eserleri satın almak zorunda değilsiniz. Şaheserlerin değerleri sanat piyasası ortalamasının altında kalma eğilimi gösteriyor.

## LFF: Sanat yatırımı, kriz zamanlarında güvenli liman özelliği taşıyor mu?

**MM:** Sanat Endeksimiz 6-18 aylık dönemde S&P 500'ün gerisinde kalma eğilimi gösteriyor. Sanat piyasasının ekonomideki kısa vadeli bozulmalardan hiç etkilenmemesi sıkça görülen bir durumdur. Öte yandan, 2008'deki gibi belirgin servet kayıpları dönemlerinde, sanat piyasası dokunulmaz olmayacaktır. Sanat Endeksimiz 2009'da yaklaşık yüzde 30 geriledi.

## LFF: Bir sanat fonu nasıl getiri yaratabilir?

**MM:** Diğer tüm fonlar gibi bir sanat fonu da dayanak varlıkların alım

ve satımı suretiyle getiri yaratır. Ayrıca, temettü ödemeyen ancak "market to market" temelinde varlıkları değerlendirilen altın ya da diğer emtia fonları gibi hareket edebilir.

## LFF: Yüksek kalite yüksek getiri sağlar mı?

**MM:** Veri tabanımızda bulunan, müzayedelerde en az iki kez satılmış 15 bini aşkın sanat eseri için, her zaman eşit derecede yüksek risk ya da daha düşük riske karşılık gelen ölçülebilir bir kalite tanımı bulamadık. Daha önce belirttiğim gibi, eğer kalite tanımınız fiyatla işe yaramayacaktır. Satış esnasında bir sanat eserinin toplam sergilenme ve alıntılanma sayısı kaliteyi tanımlamak için kullanılıyorsa, daha yüksek sayı daha yüksek sonuçlar sağlamaz.

## LFF: En yüksek likiditeye sahip sanat eserleri hangileri?

**MM:** Sanat müzayedesini bazlı piyasada likiditeyi ölçmek zor. Parçalar genellikle müzayedede evlerinin duvarlarında uzun süre tutulmuyor ya da müzayededen müzayedeye alıcı bekliyor. Bu yüzden biz likiditeyi, bir parçanın ne derecede müzayedede evinin tahmin aralığında satıldığına ya da hiç satılmamasına bakarak ölçüyoruz.

Bu durumda soru şu: bu ölçüler doğrultusunda, yüksek fiyatlı eserlerin performansı düşük fiyatlı eserlerden daha iyi midir? Büyük müzayedede evlerinde empresyonist ve modern sanat eserlerinin satışları gündüz ve gece olarak ikiye ayrılıp gerçekten pahalı eserlerin satışı gece yapıldığı göz önünde tutularak, bu araştırılabilir.

Biz 20 yılı aşkın süre içinde gerçekleşen 20 binin üzerinde potansiyel işleme dair verileri topladık ve gördük ki, hem gündüz hem de gece



satışlarında ortaya çıkan satış değerleri ile tahmini değerlerin neredeyse hiçbiri aynı değil. Fiyat bazlı likidite avantajı yok gibi görünüyor.

## Koleksiyoncu ve spekülâtörler için yeni bir tutku

### LFF: Neden sanata yatırım?

**Adriano Picinati di Torcello-** Sanat, estetik getirisi olan dayanıklı bir tüketim malı ve zaman içinde değeri artan bir sermaye varlığıdır. Belirli bir zaman dilimi içinde ne kadar getirisi olacağını tam olarak kestirmek güç de olsa, 'değer endeksleri' (Mei Moses All Art Index, Art Market Research, Art Price, vs. gibi) tarafından takip edilen geçmiş performanslar ortaya koyuyor ki, sanata yatırım uzun dönemde makul ölçüde pozitif bir reel getiri sağlamakta. Bununla birlikte, sanat piyasasının işleyişi karmaşık olduğu için, bu işten gerçek anlamda anlayan, geniş kapsamlı bilgilere sahip insanlar kayda değer kârlar elde etmekte.

### LFF: Sanata yatırım yapmak için uzman olmak mı gerekiyor?

**APdT:** İnsanları sanat eseri almaya iten nedenler kişisel tercihlerle ilgilidir ve gerçek koleksiyonculardan gerçek spekülâtörlere uzanan yelpaze içinde yer alır. Bununla birlikte göz önüne alınması gereken bir takım risk ve bedeller var. Yatırımların büyüklüğüne bağlı olarak güvenilir uzmanların rehberliğinde

hareket etmek her zaman daha akıllıca olur.

### LFF: Sanat piyasası zenginlerin hakimiyetinde midir?

**APdT:** Endekslerin, satışla ilgili detayların ve açık artırmalarda ulaşılan fiyatların yayınlanmaya başlaması, ulaşılabilen bilginin ve şeffaflığın artmasıyla birlikte çok daha geniş bir kesim sanat eserleriyle ilgilenmeye başladı. Yapılan yatırımlarda herhangi bir alt sınır aranmıyor. Basına yansımış olan büyük çaplı alışverişler, piyasanın yalnızca küçük bir kesimini temsil ediyor.

### LFF: Tutku yatırımlarının yeni bir niş piyasa olarak oynayabileceği önemli bir role sahip olmasını neye bağlıyorsunuz?

**APdT:** İnsanlar duygulara hitap eden varlıklara her zaman yatırım yapmışlardır. Bununla birlikte koleksiyon piyasasındaki bilgi alışverişinin kolaylaşması, dünya genelindeki uzun vadeli servet artışları gibi trendler dolayısıyla daha çok insan koleksiyonluk parçalara yatırım yapacaktır. Sonuç olarak, koleksiyonluk parçalar aranan ve zor bulunan eserler olduğundan fiyatlar büyük ihtimalle yukarı çekilmiş olacak. Buna ek olarak pek de anlamadıkları ürünlere yaptıkları yatırımların sonucunda mali kriz dönemlerinde büyük miktarlarda para kaybetmiş olan birçok yatırımcı, artık kalplerine daha yakın olan ve aynı zamanda yatırımlarına koruma ve getiri sağlayan şeylere dönüş yapıyor.

## Sanat estetiğin yanı sıra, finansal yararlar da sağlar:

- > sanata yatırım enflasyon ve devalüasyonlara karşı korunma sağlar;
- > sanat bir değer biriktirme aracıdır; yatırımı akıllıca yaparsanız ana paranızı kaybetme riskiniz çok azdır;
- > sanat yatırımları vergi avantajlarına sahiptir;
- > diğer finansal varlıklarla korelasyonu düşük olduğu için sanat eserlerine yatırım, riskleri azaltır;
- > sanat eserleri sergiler veya uzman toplantılarına ödünç verilmek suretiyle ekstra gelir elde etme imkanı sağlayabilir;
- > sanata yatırımda coğrafi riskler yoktur ve sanat eserleri kolaylıkla taşınabilir.

## Geleceğin sanat yatırımcılarına uyarılar:

- > bilgisiz yatırımcının kısa vadede kâr etme ihtimali düşüktür;
- > temettü veya faiz getirisi yoktur;
- > sanat eserlerinin likiditesi çok yüksek değildir;
- > başarılı olabilmek için gerekli uzmanlığa ve bilgiye kavuşmak ciddi anlamda zaman harcamayı gerektirir;
- > sanat yatırımlarında, özellikle üst düzey işlemlerde, yüksek işlem maliyetleri beklenmelidir;
- > sahtecilik ve/veya dolandırıcılık riskleri mevcuttur.

“Yapılan yatırımlarda herhangi bir alt sınır aranmıyor. Basına yansımış olan büyük çaplı alışverişler, piyasanın yalnızca küçük bir kesimini temsil ediyor.”

# Akbank Sanat Müdürü Derya Bigalı ile söyleşi

Yeni bir uyanış yaşıyoruz. Sanat ekonomisindeki dönüşüm dikkatleri sanata ve sanatçılara yöneltti

**KY- Sizi biraz tanıyabilir miyiz?**

**Derya Bigalı-** ODTÜ Bilgisayar Mühendisliği bölümünden 1986 yılında mezun olduktan sonra bir yıl Netaş'ta Yazılım Mühendisi olarak çalıştım. Daha sonra Alcatel / SEL Stuttgart'ta yedi yıl Yazılım Mühendisi olarak çeşitli projelerde görev aldım. Türkiye'ye döndükten sonra Akbank'ın Bilgi İşlem bölümüne girdim. Ancak çok kısa bir süre sonra Akbank Caz Festivali'nin koordinasyonu için Akbank Kültür Sanat Müdürlüğü'ne geçtim. Yedi yıl boyunca Akbank Kültür Sanat Müdürlüğü'nde ve daha sonra Entegre İletişim Müdürü olarak görev yaptım. 2003 yılından bu yana ise Akbank Sanat Müdürü olarak görev yapıyorum.

**KY- Finans sektörünün önde gelen kurumlarından biri olarak Akbank'ın resim sanatına yönelik faaliyetlerini anlatır mısınız? Faaliyetleri nasıl şekillendiriyorsunuz?**

**DB-** Bildiğiniz gibi Akbank Sanat olarak biz sanatın birçok alanında etkinlikler gerçekleştiriyoruz. Akbank Caz Festivali, Akbank Oda Orkestrası, Akbank Çocuk Tiyatrosu, Yeni Kuşak Tiyatro, Kısa Film Festivali, Zeynep Tanbay Dans Projesi başlıca etkinlik alanlarımız. Akbank Sanat'ta konferanslar, atölye çalışmaları, paneller organize ediyoruz. Ayrıca Merkezimizin iki katlı galerisinde yılda ortalama 6-7 sergi gerçekleştiriyoruz.

Akbank Private Banking Contemporary İstanbul'un da ana sponsoru. Her yıl fuarda da uluslararası sanatçılarla yer alıyoruz. Danışma kurulumuzun kararıyla ve küratörlerimizin önerileriyle sergilerimiz gerçekleştiriyoruz.



Derya Bigalı

liyor. Hem yurt dışından hem de Türkiye'den sanatçılara yer veriyoruz.

**KY- Ülkemizde son yıllarda çağdaş resim alanında koleksiyonerlerin artan ilgisi ile birlikte galerilerin, müzelerin ve sanat müzayedelerinin hızlı bir gelişim içinde olduğu gözlemleniyor. Sizce bu ilgi nasıl gelişti ve ne yönde ilerliyor?**

**DB-** 2000'li yıllar İstanbul'da kültür sanat alanının yeniden keşfi ile başladı. Kültür sanat merkezlerindeki dönüşüm, modern müzelerin açılması, İstanbul Bienali'nin uluslararası alandaki görünürlüğü topyekün bir gelişim yaşamamıza olanak tanıdı. İstanbul dünya tarafından yeniden keşfediliyor. Sanatçılarımız eskiye oranla çok daha aktif, uluslararası koleksiyonerler de bu dönüşümü yakından takip ediyor. Aslına bakılırsa dünyada merkezler yer değiştiriyor. Bu global bir keşif ve tüketim süreci. İstanbul da hem tarihsel geçmiş hem de popüler hayat tarzı ile bu keşfin merkez karakterlerinden biri. Öte yandan biz de yeni bir uyanış yaşıyoruz. Sanat ekonomisindeki bu

dönüşüm dikkatleri sanata ve sanatçılara yöneltti. Bu canlılık ve ekonomik dönüşüm içerisinde olumlu bir ilerleyiş görüyorum. Gerçekten de dünya kalitesinde çalışmalar gerçekleştiriliyor, sergiler açılıyor.

**KY- Sanat alanında yatırım yapanlara ve koleksiyonerlere tavsiyeleriniz neler olur? Materyal olarak sanatsal yatırımın temel başarı kriteri sizce nedir?**

**DB-** Sanat alanı bugünlerde hiç olmadığı kadar yatırım yapılabilecek bir alan olarak parlıyor. Gelişimi, dinamikleri, aktörleri iyi takip etmek gerek. Sanatçılarımız hem Türkiye'de hem de dünyada pek çok sergiye katılıyor. Bunun da takibi gerek. Anlık, geçici yönelimlere kapılmamak gerek. Belirli kurum ve galeriler var, gerçekten de çağdaş sanatı sırtlayan. Özellikle bu kurumların sergilemelerine ve politikalarına bakmak gerek. Sanatta istikrar gerçekten çok önemli ama aynı zamanda zor bir süreç. Tavsiyem şüphesiz bir uzmanla çalışmak. Bu büyük trafiğin gittiği yönü kimi zaman kestiremiyorsunuz. Özellikle rakamların inanılmaz bir sıçrayış içerisinde olduğu bu dönemde iyi bir uzman gerçekten doğru bir yatırım portföyü oluşturabilir.





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

ABD'nin endeks fonları alanındaki en büyük fon yöneticisi Vanguard, yönetilen varlık büyüklüğü olarak ABD'nin 20 yıldır bir numarası olan Boston merkezli Fidelity Investments'ı tahtından indirdi. Bloomberg'in raporuna göre, Ağustos sonu itibarıyla Vanguard 1.31 trilyon dolar fon yönetirken, Fidelity 1.24 trilyon dolarda kaldı.

Sektör uzmanlarına göre, yatırımcıların aktif yönetilen fonlardan uzaklaşma eğilimine girmeleri bu sonucu yaratmış olabilir. Zira, Fidelity'nin amiral gemisi Magellan Fonu, efsanevi fon yöneticisi Peter Lynch'in döneminde yıllık ortalama % 29 gibi bir getiri ile olağanüstü bir başarı çizgisi yakalayarak, hem şirketinin itici gücü hem de sektörün öncüsü olmuştu. Lynch döneminde, 1977-1990 arasında 20 milyon dolardan 13 milyar dolara büyüyen fon, 1990'ların boğa piyasası dönemindeki hisse senedi çılgınlığı ile piyasaların zirve yaptığı 2000'lerin başında 100 milyar doları aşmıştı.

Ancak son 10 yılda, yatırımcılar malum piyasa koşulları nedeniyle hisse senetlerine karşı genel olarak belli bir soğukluk yaşarken, ciddi olarak zararlara uğradıkları elverişsiz piyasa koşullarında aktif yönetim için ödedikleri yönetim ücretlerini de daha sorgular hale geldiler ve

## Vanguard, Fidelity'i tahtından indirdi

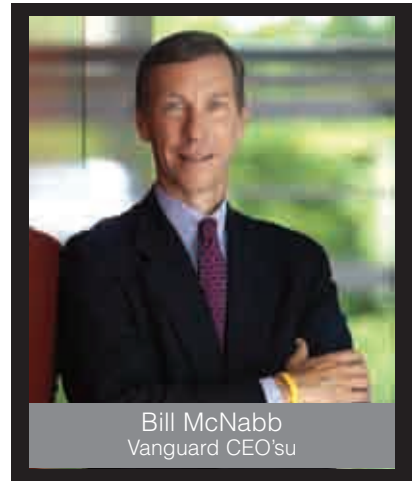
paralarını Lynch tipi aktif yönetilen fonlardan çekerek, pasif yönetilen endeks fonlara kaydıldılar. Sektör uzmanları bu durumda, yönetim ücretleri daha düşük olan pasif yönetilen endeks fonlar alanında uzman olan Vanguard gibi şirketlerin bu eğilimden karlı çıktığını ileri sürüyorlar.

Yatırımcılar, 2008 yılının başından Ağustos 2010 tarihine kadar olan dönemde aktif yönetilen hisse senedi fonlarından 301 milyar dolar çekerken, hisse senedi endeks fonlarına 113 milyar dolar yatırdılar.

Vanguard'ın bir başka avantajı da daha güçlü olduğu bono fonlarının son dönemde rağbette olması. 2008 yılı başından 31 Ağustos 2010'a kadar Vanguard'ın bono fonlarına 134 milyar dolarlık giriş olurken, Fidelity'ye yalnızca 33 milyar dolar yöneldi. Fidelity'nin bir dezavantajı da para piyasası fonlarındaki ağırlığı oldu. 31 Ağustos itibarıyla Fidelity 442 milyar dolarlık para piyasası fonu yönetirken, Vanguard'ın rakamı ise 165 milyar dolardı. Son dönemde para piyasası fonlarının gerilemesi nedeni ile Fidelity'nin bu fonlardaki son bir yıllık küçülmesi yüzde 13 oranında oldu.

Ancak tüm bunlara karşın, endeks fonlara ya da borsa yatırım fonlarına (exchange traded funds) yöne-

len bu eğilimin güçlü ve kararlı bir stratejiden kaynaklanmadığını vurguluyorlar. Hatta bunun bir pazarlama harikası olduğunu ileri süren uzmanlar da var. Zira, bu yönelimin sergilendiği son 10 yılda ortalama bir aktif yönetilen hisse senedi fonu yıllık ortalama % 0.9 getiri sağlamışken, endeks fonların ortalama yıllık zararı % 2 oldu. Ayrıca Lipper'in verilerine göre, yine son 10 yıllık dönemde Fidelity'nin hisse fonları yüzde 2.1 getiri sağlarken, Vanguard'ın fonları yüzde 1.2'de kaldı. Ancak ünlü fon yöneticilerinin bu dönemde çektikleri sıkıntılar, Legg Mason'dan Bill Miller gibi son derece başarılı fon yöneticilerinin bile 2008 yılında para kaybetmesi, aşırı beklenti içinde olan yatırımcılar açısından bu "göreceli" başarıyı biraz arka planda bıraktı.



Bill McNabb  
Vanguard CEO'su



## ABD’de Likit Fonlar Kan Kaybediyor

ABD’de uzun yıllardır gerek yatırımcıların, gerekse fon yöneticilerinin kısa vadeli paraları park ettikleri en uygun araçlardan biri olan para piyasası fonları (likit fonlar), son zamanlarda önemli oranda kan kaybına uğrarken sektörde de önemli gelişmeler oluyor. Yılın ilk dokuz ayında 40 milyar dolar değerinde likit fon (para piyasası fonu) satıldı, el değiştirdi ya da kapatıldı. Bunlardan en önemlisi, Legg Mason’ın 23 milyar dolarlık para piyasası fonunu likide ederek kapatması ve paralarını pay sahiplerine iade etmesi idi. Diğer bir örnek de, Sun Trust’ın yönettiği Ridgeworth Likit Fonu’nu, sektörde para piyasası fonlarında daha güçlü bir yönetici olan Federated Investors’a devretmesi idi. Sektör uzmanları, önümüzdeki aylarda daha fazla el değiştirmelerin olabileceğini tahmin ediyorlar.

Para piyasası fonları sektöründeki söz konusu değişimin başlıca nedeni, düşük faiz oranları. Daha yüksek getiri arayan yatırımcılar paralarını çekerek, başka seçenekleri değerlendirmek istiyorlar. Likit Fonların büyüklüğü, 3.9 trilyon dolarla zirveye ulaştığı Ocak 2009 tarihinden bu yana yüzde 28 oranında daraldı. Ancak bu gerilemenin büyük bir bölümü 2010 yılı ilk çeyreği ve ilk yarısında oldu. Likit fonlar Haziran ortasından bu yana 2.8 trilyon doların üzerinde tutunabiliyor.

Bu süreç içinde çok sayıda fon yönetim şirketi de yatırımcıları içerde tutabilmek için, yönetim ücretlerini aşağı çekerek karlarından fedakarlık etmek zorunda kaldı. Örneğin ünlü yatırım şirketi Charles Schwab, fon yönetim ücretlerini aşağı çekmenin bu yıl kendisine 238 milyar dolara mal olduğu-

nu açıkladı. Bu nedenle çok sayıda şirketin sektörde havlu atmak zorunda kaldığı ifade ediliyor.

Ancak bazı uzmanlar, yatırımcıların getirilerini risksiz yıllık bir puan artıracak bir seçeneği yoksa, likit fonların dışına çıkmalarını anlamlı bulmuyorlar. Paranın bir bölümü riskli varlıklarda ise, diğer kısmının likit fonlarda park etmesinin bir sakınca yaratmadığı görüşü de sektör tarafından ifade ediliyor.

ABD’de ilk para piyasası fonu Reserve Fund adıyla 1971’de kuruldu. Hızla büyüyen para piyasası fonları 1997’de 1 trilyon dolara ulaştı. 2008 sonuna gelindiğinde, ABD’de toplamı 3.8 trilyona ulaşan 2000 adet para piyasası fonu bulunmaktaydı. Bu fonların 1.3 trilyon doları bireysel yatırımcılara hitap ederken, 2.5 trilyonu kurumsal para piyasası fonlarıydı.

## Polonya’da ilk Borsa Yatırım Fonu

Polonya’nın hisse senedi borsası Varşova Borsası’nda, ilk “borsa yatırım fonu” işlem görmeye başladı. Lyxor adlı Polonya’nın ilk borsa yatırım fonu, WIG20 Endeksine bağlı olarak Varşova Borsası’nın en büyük ve likit 20 şirketini birarada satın alma olanağı sunuyor.

Varşova Borsası Başkanı Ludwik Sobolewski, hedeflerinin yatırımcılara farklı stratejiler uygulayabilecek mümkün olan en geniş yelpazede ürünler sunmak olduğunu ifade etti. Borsa yatırım fonlarının uluslararası borsalarda yoğunlukla kullanılan popüler yatırım araçlarından biri olduğunun da altını çizdi.

Lyxor adlı BYF, Varşova Borsası’nda diğer hisse senetleri gibi aynı şekil-

de alınıp satılabilecek. Hisse senedinin kodu ETFW20L olacak, piyasa yapıcılığı görevini Societe Generale ve UniCredit yapacaklar.

Borsa yatırım fonlarına ilişkin düzenleme, Polonya hisse senetleri pazarında uluslararası faaliyetleri geliştirme yönünde atılan bir dizi önlemlerin sonuncusu. Ocak 2010 tarihinde, Varşova Borsası Uluslararası Borsa Grubu’nun NYSE Euronext ile işlem platformunu geliştirmek üzere işbirliğine gitmesi ardından, bazı hisse senetlerinde çıplak açığa satışlara izin verilmiş, ve uzaktan erişimli terminal sayısı artırılarak işlem hacminin artırılması hedeflenmişti.

Fransız yatırım bankası Societe Ge-



neral’in iştiraki olan Lyxor özellikle endeks fonlar, yapılandırılmış ürünler, alternatif fonlar ve mutlak getirili fonlar alanında uzmanlaşmış özel bir varlık yönetim şirketi.

## Kanada yatırım fonları endüstrisi de “yönetim ücretleriyle” uğraşiyor !

Kanada Fon Endüstrisi şu aralar savunmada. Eylül ayı sonunda Toronto’da yapılan bir günlük konferansta, Kanada Yatırım Fonları Kurumu (IFIC), medyada son zamanlarda yayılan yüksek fon yönetim ücretleri yönündeki “yanlış bilgilendirmeye” karşı sessizliğini bozarak, karşı saldırıya geçti. Fon sektörü yetkililerine göre yönetim ücretleri yüksek değil, ancak öyle olsa bile, fonların satışında verilen danışmanlık hizmetinin değeri bunu telafi ediyor.

Harvard’dan Peter Tufano ve arkadaşlarının yaptığı bir akademik çalışmanın ortaya koyduğu üzere, Kanada’da fon yönetim ücretlerinin dünya ortalamalarının ve 18 gelişmiş ülkenin üstünde olması ve buna ilişkin yorumların basında yer alması, söz konusu “hassas” tartışmanın temelini oluşturuyor.

Fon yönetim ücretleri, başka seçeneklerin ortada olmadığı zaman fazlaca tartışılan bir konu değildi. Ancak, borsa yatırım fonlarının son zamanlarda yaygınlaşması ve yüzde 0.08’e kadar inen yönetim ücretleriyle (ortalama bir Kanada fonunun yönetim ücreti yüzde 2.5 düzeyinde) bir rekabet alanı oluşturması dikkatleri bu alana çekti.

Bu görüşlere karşı IFIC bu yıl iki çalışma yaptırdı www.ific.ca sitesinden ulaşılabilir.

Birinci çalışma Ipsos Reid tarafından yapıldı ve yatırım danışmanlığının yararı üzerine idi. Bu çalışma yatırım danışmanlığı hizmeti alarak yatırım yapanların daha yüksek getiri sağladıklarını ve böylelikle emeklilik için daha hazırlıklı olabildiklerini ortaya koyuyor. İkinci çalışma ise Bain & Company ve Mackenzie işbirliği ile yapıldı ve bu çalışma da toplam yatırım fonu alma maliyetinin Kanada’da ABD’den daha yüksek olmadığını ortaya koydu. Bu çalışmada, Morningstar’ın daha önce yaptığı ve sonucunda Kana-

da’da yönetim ücretlerinin yüksek olduğu ileri sürülen çalışma eleştirilerek, her iki ülkede yönetim ücreti yapısı, vergi rejimi ve fon satınalma prosedürleri farklı olduğundan böyle bir karşılaştırmanın doğru yapılması gerektiği vurgulandı.

Kanada’da giriş komisyonu (front-end fee) var gibi gözükse de, genellikle pazarlığa tabi olduğu ve feragat edildiği ileri sürülüyor. Bu durumda satış komisyonu yıllık yönetim ücreti üzerinden ve yüzde 1 civarında oluyor. ABD’de ise sözkonusu dağıtım komisyonları giriş ücreti şeklinde ve ayrıca yönetim ücretine yansıtılan 12-b ücreti ile oluyor. Ancak ABD’de genellikle uygulanan ve pazarlığa tabi olmayan satış komisyonlarının hisse senedi fonlarında yüzde 4.25 - 5.75 arasında olduğu dikkate alınır, her iki ülke arasında pek bir fark olmadığı ileri sürülüyor.

Ancak bu araştırmayı da eleştiren bazı uzmanlar, söz konusu çalışmanın doğru olmakla birlikte yalnızca aktif yönetilen ve danışmanlar aracılığıyla satılan fonları kapsadığını ileri sürüyorlar; halbuki ABD’deki fonların yüzde 30’u Fidelity ya da Vanguard gibi şirketler tarafından doğrudan satılmakta. Çalışmada söz konusu giriş çıkış komisyonu olmayan (no-load) fonların dikkate alınmadığı ileri sürülüyor. Kanada’da fonların yüzde 31’ini oluşturan bu fonların yönetim ücretlerinin de yüksek olduğu ileri sürülürken, Bain çalışmasında bu fonları “doğrudan satış ile yatırım danışmanlığı karışımı” bir kategori olarak değerlendirdiklerini ifade ediyor.

Konferansta, IFIC Yönetim Kurulu Başkanı Charles Sims, sektörü savunurken “yatırım danışmanlığı hizmetinin” değerini vurgulayarak ön plana çıkardı. Ancak toplantıda konuşan Morningstar’ın Kanada editörü ise, Kurumun Kanada’da izlediği üç grup hisse senedi fonu kategorisinde yö-



Charles Sims, IFIC Yönetim Kurulu Başkanı

netim ücretlerinin yüzde 2.67 ile 2.85 arasında olduğunu, bu fonlardan 14 milyar dolarlık büyüklüğe ulaşarlarda dahi ölçek ekonomisinin yansıtılmadığını ve Kanada için ölçtükleri ortanca oran olan yüzde 2.32’den yüksek olduğunu ileri sürdü. Kanada’da yatırım danışmanları aracılığıyla satılan uluslararası hisse fonlarının maliyeti yüzde 2.51, sabit getirili fonların ise yüzde 1.66 düzeyinde bulunuyor.

Sonuçta, konuya en objektif yaklaşanlardan biri olan akademisyen Karen Ruckman da hisse fonlarının Kanada’da ABD’den yüzde 50 (79 baz puan) daha pahalı satıldığını ileri sürse de, ABD’de düşük yönetim ücretli endeks fonların sektörde daha popüler olduğu gerçeğinin de altını çiziyor. Bain & Company araştırmasının altını çizdiği ve konunun görüldüğü kadar basit olmadığını gösteren bir husus da, Kanada’daki fon yönetim ücreti (MER) ile ABD’deki toplam gider oranı (TER)’i karşılaştırmanın doğru olmadığı. Ayrıca, TER ve MER’in yanı sıra gerçek bir karşılaştırma için fon satın alma maliyetini de (bu satış komisyonu olabildiği gibi çıkışta veya farklı yöntemlerle uygulanabiliyor) dikkate alınmanın gerekliliği vurgulanıyor.

Kanada’da yatırım fonları ve yatırım fonlarına bağlı ürünler hanehalkı finansal servetinin yüzde 30’unu oluşturuyor. Ağustos 2010 sonu itibarıyla toplam fon büyüklüğünün 611 milyar dolara ulaştığı sektörde 90,000 kişi çalışmaktadır.

# Yatırım Fonu Yönetim Ücretleri

Yatırım fonları araştırma şirketi Lipper FMI tarafından hazırlanan “Fund Expenses: A Transatlantic Study” başlıklı rapor, ABD ile önde gelen çeşitli Avrupa piyasalarındaki yatırım fonu ücret ve giderleri hakkında detaylı bir bilgilendirme çalışması içeriyor.

Lipper FMI'nın kıtalararası bir yaklaşımla hazırladığı çalışmada ABD'deki yatırım fonlarını Avrupa'dakilerle karşılaştırırken, en anlamlı kıyaslamayı yapabilmek için fonların 'Toplam Gider Oranı (Total Expense Ratio – TER) kullanılmış. TER sadece yıllık yönetim ücretini değil tüm yıllık operasyon masraflarını temsil eden bir veri.

Rapora göre, aktif olarak yönetilen tüm hisse senedi fonlarında, basit ortalama TER, ABD fonları için %1,32, Almanya merkezli fonlar için %1,57, Birleşik Krallık merkezli fonlar için %1,66, Avrupa sınırları dışında bulunan fonlar için %1,98 düzeyinde bulunmaktadır.

Söz konusu ortalamalar, yatırımcıların büyük çoğunluğunun parasının nerede tutulduğunun daha iyi yansıtılabilmesi için fon varlıkları bazında ağırlıklandırıldıklarında, TER seviyeleri ABD'de %0,91'e, Almanya'da %1,44'e, Birleşik Krallık'ta %1,63'e ve sınır ötesi fonlarda ise %1,89'a düşüyor.

Tahvil fonlarında, ABD basit ortalama TER %0,83 iken bu oran Almanya'da %0,88, Birleşik Krallık'ta %1,20, sınır ötesi fonlar için ise %1,24' tür.

Yalnız benzer büyüklükteki fonlara bakıldığında da, TER seviyelerinde-

ki belirgin farklılıkların korunmuş olduğu görülür. 100 milyon ile 1 milyar dolar arasındaki hisse senedi fonları için basit ortalama ABD'de %1,33, Almanya'da %1,48, Birleşik Krallık'ta %1,60, Avrupa'daki sınır ötesi fonlar için ise %1,90'dır.

Bulguların genel çerçevesinin içine oturtulması kapsamında, özellikle farklı dağıtım kanalları ve bunların yan giderleri, fon masrafları konusundaki yatırımcı bilinci ve fon yöneticilerinin masraf seviyelerinin denetlenmesindeki etkinlikleri üzerine odaklanılarak ABD ve Avrupa fon sektörlerinin değişik yapıları incelenmektedir. Dağıtımıcılara ödenen ücretlerin,

özellikle Avrupa'daki sınır ötesi fonlar için, bir fonun toplam gider oranı üzerinde kilit etkiye sahip olduğunun altı çiziliyor. Sınır ötesi hisse senedi fonlarında genel olarak dağıtımıcılara ödenen ücretler 70 baz puanı civarındayken, ABD'de aynı hisse senedi sınıfı 25 ile 35 baz puanı arasında ücretlendirilmektedir.

Avrupa genelinde Haziran 2009 sonu itibarıyla 35 merkeze yayılmış olan 1,700 fon grubu 6,5 trilyon dolar büyüklüğünde varlığı yönetmektedir. ABD'de ise sayıları 600'ü bulan farklı yatırım fonu şirketleri 10,1 trilyon dolar büyüklüğündeki varlığı yönetmektedir.

## Equity funds: All sectors

	Asset-Wght TER	Simple Avg TER	Median TER	Avg Size (US\$m)
Cross-Border	1.89%	1.98%	1.93%	424.4
Germany	1.44%	1.57%	1.57%	354.3
United Kingdom	1.63%	1.66%	1.65%	356.6
USA	0.91%	1.32%	1.31%	1,410.3

## Bond funds: All sectors

	Asset-Wght TER	Simple Avg TER	Median TER	Avg Size (US\$m)
Cross-Border	1.18%	1.24%	1.16%	476.7
Germany	0.79%	0.88%	0.86%	272.1
United Kingdom	1.12%	1.20%	1.17%	387.7
USA	0.62%	0.83%	0.83%	961.9

## Polonya'da giderek artan ölçüde yıllık yatırım anlayışıyla yatırım fonları tercih ediliyor\*

Geçmişe dönük veriler, yirmi yılı aşkın süredir Polonya fon endüstrisinin yıllık bazda yaklaşık yüzde 30 büyüme kaydettiğini gösteriyor. Bu, sermaye piyasalarındaki yüksek volatiliteye rağmen, Polonyalı yatırımcıların sermaye piyasalarına ilişkin bilgilerini artırırken hâlâ fonlara yatırım yapmaya hazır olduklarını ortaya koyuyor.

**P**olonyalılar, yerli ve yabancı yatırım fonlarına 2007'nin başından Nisan 2010'a kadar yaklaşık 320 milyar zloti (yaklaşık 82 milyar euro) yatırdılar. 2008 ve 2009 yıllarında dünyanın geri kalanı finansal ve ekonomik krizin etkileriyle mücadele ederken bile, Polonyalılar bu süreçte yaklaşık 150 milyar zlotiyi emanet ettikleri yatırım fonlarından umutlarını kesmediler. 2009'un sonunda, yatırım fonlarının yönettiği varlıkların büyüklüğü, 800 milyar zloti olan hane halkı tasarruflarının yüzde 8'ine ulaştı. Hesaplamalar, Analizy Online'dan alınan verilere dayanıyor.

Polonyalıların yatırım fonlarına güveninin bir kanıtı olarak, Ekim 2007'de fonlara yatırılan varlık tutarı rekor kırarak 144 milyar zlotiyeye ulaştı. Polonyalı yatırımcılar tasarruflarının yüzde 15'ten fazlasını fon yöneticilerinin kontrolüne bıraktı. Öte yandan, bu coşku dalgasının bitmesi ve altı yılı aşkın kesintisiz büyümenin ardından, fon varlıklarının değeri düşmeye başladı. Bu, fon-

lardaki yatırım tutarının 67 milyar zloti olduğu Şubat 2009'a kadar sürdü. Bu tarihten beri yönetilen varlıklardaki büyüme devam etti ve bugün toplam yönetilen varlıklar (AuM) 104 milyar zloti düzeyinde olup, büyümeye devam ediyor.

### Rakamlarla piyasa

Nisan 2010'un sonunda Polonya'da 220'den fazlası kapalı uçlu olmak üzere, 520 yatırım fonu faaliyet gösteriyordu. Polonya'daki fon varlıkları son dört yılda istikrarlı bir karışım olarak kaldı. Bu karışım şöyleydi: yüzde 41 karma fonlar, yüzde 29 hisse fonları, yüzde 15 tahvil ve bono fonları, yüzde 11 nakit fonlar ve başta gayrimenkul, varlığa dayalı menkul kıymet ve hammadde fonları olmak üzere yüzde 3 oranında diğer fonlar. Öte yandan, Ocak 2006 itibariyle tahvil ve bono fonlarının Polonya piyasasını domine ettiği ve sonrasında hisse senedi fonları, karma fonlar ve istikrarlı büyüme fonları lehine pazar payı kaybetmeye başladığı dikkate alınmalı.

Son yedi yıl içinde en hızlı büyüme yi karma fonlar ile hisse senedi fonları gösteriyordu – bu fonların hisse kotasyon seviyeleri daha yüksek ve yeni oyuncu katılımları hızlıydı.

Polonya'da ilk yatırım fonunun kurulduğu Temmuz 1992'den beri, fonlarda katılma payları ile itfalar arasındaki fark, katılım payları lehine 86,5 milyar zlotiye ulaştı. Ülke-deki fon endüstrisinin 19 yıllık tarihinin satış rekoru, 2007'de katılma payları ile itfalar arasındaki fark 31 milyar zlotiye ulaştığında kırıldı. Bu açıdan en kötü yıl, Polonya fonlarında itfaların, katılma payı miktarının yaklaşık 29 milyar üzerine çıktığı 2009 yılıydı.

Fonlara giriş, fazla miktarının 3,5 milyar zlotiye ulaştığı 2000 yılında hız kazanmaya başladı. Geçmişe dönük veriler, yirmi yılı aşkın süredir Polonya fon endüstrisinin yıllık bazda yaklaşık yüzde 30 büyüme kaydettiğini gösteriyor. Bu, sermaye

piyasalarındaki yüksek volatiliteye rağmen, Polonyalı yatırımcıların sermaye piyasalarına ilişkin bilgilerini artırırken hâlâ fonlara yatırım yapmaya hazır olduklarını ortaya koyuyor.

### Yüksek ücretler

Polonya hisse fonları en yüksek yönetim ve dağıtım ücretlerine tabiler. 2009 yılı Aralık sonu verilerine göre, piyasa ortalaması sırasıyla yüzde 3,5 ve yüzde 4,2 düzeyinde. Yabancı hisselerle yatırım yapan fonlar, yönetim için ortalama yüzde 2,9 ve dağıtım için yüzde 3,5 olmak üzere kısmen daha düşük ücretler uyguluyorlar. Polonya karma fonları ve hammadde fonları da varlık yönetimi için yaklaşık yüzde 3,4 ve dağıtım için yüzde 3,8 ile benzer seviyede ücret uyguluyorlar. Tahvil ve bono fonlarına uygulanan yönetim ücretleri yüzde 1,3–1,7 arasında değişirken, bu fonların dağıtım ücretleri yüzde 1'den başlayıp yüzde 1,6'ya kadar çıkıyor. Nakit fonlar, dağıtım için yüzde 0,1 ve yönetim için yüzde 0,8 civarında uygulanan yıllık ücretlendirmeyle mevcut en ucuz fonlar.

### Performans

Polonya'da müşteriler giderek artan şekilde yıllık yatırım anlayışıyla yatı-

rım fonlarını tercih ediyorlar; bununla birlikte, yatırım fonları hâlâ kısa veya orta vadeli strateji olarak değerlendiriliyor. Nisan 2010 esas alınarak bir yıl önce yatırım yapan müşteriler, Polonya hisse fonlarından yüzde 45,74 ile en yüksek ortalama getiri elde ettiler. Polonya tahvil ve bono fonları, paralarını iki yıl önce yatıran yatırımcılara yüzde 17,51 ile en yüksek getiri sağladı. Son üç-dört yılda, kamu borçlanma fonlarının getirileri de yüzde 21,13 ve 23,60 oldu. En yüksek beş yıllık getiri oranı yüzde 59,72 ile hisse fonlarından sağlandı. Diğer yandan, en istikrarlı getiri büyümesi nakit fonlarda yaşandı. Beş yıl önce bu fonlardan satın alan yatırımcılar yaklaşık yüzde 22,78 getiri sağladı. Polonya'da yatırım fonları endüstrisi gelişmeye devam ediyor. Müşterilere beklentilerini karşılayan yenilikçi yatırım stratejileri sağlamak için piyasaya yeni ürünler çıkarılıyor. Polonya fon endüstrisi, Orta ve Doğu Avrupa bölgesinde en yüksek gelişim oranına sahip ve bu yüzden daha yakından incelenmeye değer.

*\*PZU Investment Management Satış Analiz Uzmanı Grzegorz Kaliszuk'un yazısı Funds Europe Temmuz-Ağustos sayısından alınmıştır.*



# İstanbul 75 finans merkezi arasında 70. sırada ama notunu en fazla artıran kent



Küresel Finans Merkezleri		
İLK 10	GFCI 8 Sıralama	GFCI 8 Derecelendirme
Londra	1	772
New York	2	770
Hong Kong	3	760
Singapur	4	728
Tokyo	5	697
Shanghai	6	693
Şikago	7	678
Zürih	8	669
Cenevre	9	661
Sydney	10	660
SON 10	GFCI 8 Sıralama	GFCI 8 Derecelendirme
Manila	66	523
Varşova	67	517
Moskova	68	506
Riyad	69	503
İstanbul	70	496
St. Petersburg	71	491
Budapeşte	72	467
Atina	73	465
Tallinn	74	451
Reykjavik	75	441

2005 yılından bu yana City of London Corporation ve Z/Yen Group ortaklığı olarak oluşturulan The Global Financial Centres Index'in (GFCI), sekizinci çalışması Eylül ayında açıklandı.

75 finans merkezinin profil, derecelendirme ve sıralamalarını içeren GFCI ilk olarak Mart 2007'de yayınlanmıştı. Dış endeksler ve finans profesyonellerinin online bir ankete verdikleri cevaplarla hesaplanan GFCI, her altı ayda bir güncelleniyor. GFCI 8, toplam 1,876 finansal hizmetler profesyonelinden 33,023 finans merkezi değerlendirmesi alınarak hesaplandı.

Londra'nın geçen listede olduğu gibi liderliğini koruduğu GFCI 8'de İstanbul, önceki listeye göre dört sıra yükselerek 74'ten 70'e çıktı. Sadece 17 merkezin notunda artış görülürken, İstanbul notunu en fazla artıran (26 puan) kent oldu.

GFCI 8'in öne çıkan sonuçlarından biri de Asya merkezlerinin oldukça iyi gelişim göstermeye devam etmeleri oldu. Şanghai, ilk 10 merkez arasına girerken, Seul dört sıra birden atlayarak ilk 25 arasına ilk kez katıldı.

İş Ortamı rekabette anahtar olarak görülüyor. GFCI 8'e verilen cevaplardan ortaya çıkan ana görüşler-

den biri düzenleme ve vergilendirmenin istikrarı ve tahmin edilebilirliğine olan ihtiyaç olarak ortaya çıktı. Kaygı verici alanlar sorulduğunda finans profesyonelleri, düzenleme ve vergi düzeyleri hakkındaki belirsizliğin onları en fazla rahatsız eden konular olduğunu belirttiler. Bir finans merkezinin rekabetçiliğini en fazla etkileyebilecek değişiklik sorulduğunda ise, çoğunlukla hepsi de İş Ortamı konusuna giren dört değişiklik alanı; vergilendirme, ekonomik ve iş özgürlüğü, finans sektörüne hükümet desteği, şeffaflık ve düzenlemenin tahmin edilebilirliği cevapları verildi.

## Kapitalizmi Kendisinden Kurtarmak

Küresel ekonomik kriz üzerine bir kitap daha... Ancak bu kez hem entelektüel olarak hem de pratik anlamda krizin derin kaynağına kadar inebilen bir çalışma. İngiltere'nin önde gelen ekonomistlerinden Roger Bootle'in hazırladığı Piyasalarla Sorunlar: Kapitalizmi Kendisinden Kurtarmak (The Trouble With Markets: Saving Capitalism From Itself), 'ekonomi politik' geleneğinde yazılmış, akademisyen ve meslekten olmayanların da rahatlıkla anlayabileceği bir kitap. Piyasalarla Sorunlar, küresel finansal erimenin birbiriyle bağlantılı dört unsurdan kaynaklandığını yazıyor: 1) Gayrimenkuldeki balon ve borçlardaki patlama, 2) Bankaların kırılganlığı ve risk değerlendirmeindeki zayıflık 3) Para politikasındaki hatalar ve Çin'in süper tasarruf severliği 4) Yasal düzenleyicilerin sessiz kalması ve ekonomistlerin yanlış yol gösteren fikirleri.

Financial Times yazarı John Kay'in dediği gibi; Roger Bootle piyasaların nasıl çalıştığını ve ayrıca ne zaman çalışmadığını biliyor. Piyasa ekonomisinin güçlü ve zayıf yanlarını gerçek anlamda kavramak isteyen herkes bu kitabı okumalıdır.

Bootle'in kitabı, öncelikli olarak Büyük Buhran'ın yanı sıra, 1990'lardaki Japonya ve 19. yüzyıldaki diğer resesyonlarla birlikte ekonomik geri çekilme dönemlerinden enteresan malzemelerle krizin tarihsel arka planını ortaya koyuyor. Ancak, bunu sadece Amerikan ya da İngiliz perspektifinden değil, uluslararası bir bakış açısıyla yapıyor ve bu ülkelerin yanı sıra diğer ülkelerden örneklere de bol miktarda yer veriyor. Merkez bankacıların, yasa düzenleyicilerin ve aşırı hırslı bankacıların şiddetli bir eleştirisini taşıyan kitap, yaşananların tamamının da onlar yüzünden olmadığını ayırmasını da yapıyor. John Kenneth Galbraith ve Paul Krugman'dan esintiler taşıyan kitapta okuyucular, hem ekonomik geleceğe hem de piyasa sisteminin geleceğine ilişkin derinlemesine ve kışkırtıcı tartışmalara tanık olacaklar. Okuyucunun ana hatlarıyla Bootle'in kitabında neler bulacağına gelince:

- Çin'in yoğun tasarruflarının krizin oluşmasına katkı yaptığı konusundaki tartışmalar.
- Mevcut durumumuz enflasyonu mu yoksa deflasyonu mu artıracak?
- Yatırımcılar böylesine dalgalı dönemlerde parasını ne yapmalı?
- Dünyanın bu boşluktan acilen çıkması için alınacak önlemler ve gelecekte düzgün ama daha dar bir yolda yürümek için gerekli reformların analizi.
- Bankalara daha sıkı radikal düzenlemeler, şirket yönetim kurullarında reform, kurumsal yatırımcıları etki-

leyecek gerçekten radikal ve yol gösterici değişikliklerle ilgili tartışmalar.

- Finans sektöründeki insanlara yıllardır ödenen yüksek ücretlerin nasıl değişmesi gerektiği konusunda öneriler.
- Finansal işlemlerden "Tobin Vergisi" alınması yolundaki öneri.
- Finansal hizmetler sektörünün GSYİH'daki öneminin azalmasının olumlu olacağı konusundaki tartışma.
- ABD ile Çin arasındaki Büyük Pazarlık'ın bir parçası olarak yeni bir dünya parası oluşturulması konusundaki öneri.

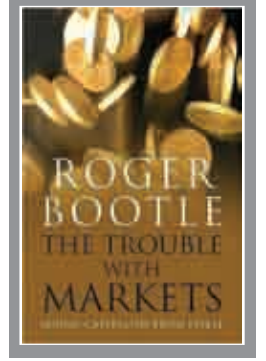
New Statesman dergisinde, J.M. Keynes üzerine hacimli bir biyografinin sahibi Robert Skidelsky imzasıyla yer alan eleştiri yazısında; Bootle'in bankacılar, yasal düzenleyiciler, kredi değerlendirme kuruluşlarına yönelik eleştirilerinden ekonomistlerin ve özellikle piyasaların en iyiyi bildiğini ve hükümetlerin ekonomik hayattan elini çekmesi gerektiğini öğreten Şikago Üniversitesi'ndekilerin de payını aldığı vurgulanıyor.

Skidelsky, Bootle'in bankaların birbiriyle bağlantılı üç yapıya bölünmesi önerisine de dikkat çekiyor: Dar bankacılık; mevduat sahiplerine temel hizmetleri vermekle sınırlandırılmış bankalar, daha geniş ticari bankacılık; daha özgür faaliyet alanı olan ancak yatırım bankacılığı yapmaya izin verilmeyenler ve son olarak riskli bankacılık işlemlerini yapabilen ancak batmasına da izin verilen yatırım bankaları.

Financial Times'ta yer alan kitapla ilgili bir değerlendirmede, "Büyük Patlama'ya neyin neden olduğunu çok iyi anlatan bu kitap, sorunlara ve gelecekteki çözümlere iyi bir rehber" deniliyor. BBC'nin Ekonomi Editörü Robert Preston da, "Bir ekonomistten zorlayıcı reçeteler" tanımını kullanmış.

Lloyds TSB Group'un eski Başkanı Sir Brian Pitman, kitabın piyasalara sarsıcı bir perspektifle bakan parlak çalışma olduğunu ve günümüzün en zor sorusuna yanıt arayan Bootle'in, etkileyici ve çekici analizinin sıra dışı olduğunu vurgulamış.

Kitabın yazarına gelince, Londra'nın tanınmış ekonomistlerinden biri olan Bootle, serbest piyasa koşullarının ciddi bir eleştirisini ve sistemde radikal bir reform için bir plan hazırlanmasını öneriyor. Bootle, 1978 yılından bu yana finans piyasalarında ve Capital Economics'in kurucusu ve yöneticisi. Deloitte ve Avam Kamarası Hazine Komitesi'ne ekonomik danışmanlık görevini sürdürüyor. Daily Telegraph gazetesine düzenli olarak yazılar yazıyor.



**The Trouble With Markets: Saving Capitalism From Itself**

**Roger Bootle**

Nicholas Brealey Publishing, Kasım 2009, 282 Sayfa

## Ücretler geriledikçe, tüketici kredileri artıyor...

Küresel krizle beraber birçok ekonomist farklı teori- lere odaklandı: küresel dengesizlikler, düşük faiz oranları politikası, finansal düzenlemelerin eksikliği vs. Ancak David Harvey gibileri ise, krize Marksist bir mercekten baktı. Efsanevi bir akademisyen ve Marksist sosyal bilimci David Harvey, "Kriz zaman- larında" diyor; Kapitalizmin mantıksızlığı herkes için görünür hale gelir.

Harvey'nin yeni kitabı *The Enigma of Capital: and the Crises of Capitalism* (Sermayenin Bilmecesi ve Kapitalizmin Krizi) günümüz küresel kapitalizminin yapıcı analizini içeriyor. Küresel kapitalizmin hem entegrasyonunun hem de bozulma ve geriye çekil- melerinin, savaş sonrasında dünya ekonomisi için Batı'nın bir ekonomik model olduğu dönemden bu yana en yoğun olarak yaşandığı bu dönemde, Har-vey'nin oldukça canlı ve ikna edici kitabında kapı- talizmin gelişmesi analiz ediliyor ve son yaşadığımız büyük yapısal krizlerin en sonuncusu olduğu vurgulanıyor. Andrew Gamble, *The Independent*'ta yazdığı eleştiri yazısında, Harvey'nin sermayenin gücünün dünyamızı nasıl şekillendirdiğini kolay an-laşılır bir biçimde kaleme aldığını yazdı.

Harvey, kapitalizmin sorunları hakkında on yıllardır uyarılarda bulunuyor ve *Sermayenin Bilmecesi ve Kapitalizmin Krizi*'nde de felaketin nasıl oluştuğunu,

bir başkasından nasıl kaçınabileceğimizi net bir an- latımla ortaya koyuyor. Krizin ana kaynağı olarak subprime kredilere ya da mortgage sekürütizasyo- nuna odaklanmıyor, bunların yerine kapitalizmin kalbinin derinliklerindeki bir başka şeye; toplumun içinden para akışına bakıyor.

1970'lerden itibaren kar marjlarının gerilemesinin nasıl büyük bir değişim yarattığını gösteriyor. Hükü- metlerin de yardımıyla sermayenin sınırlar ötesine aktığını, üretimin ucuz işgücü piyasalarına taşınma- sıyla, Batı'daki işçi ücretlerinin baskı altına girdiğini analiz ediyor. Daha çok paranın çalışan sınıflardan zenginlerin cebine doğru akın etmesiyle, sorunlar daha da büyüdü ve işçiler yeni küresel ekonominin yakıtı ürünleri satın alamaz hale geldiler.

Harvey'e göre, bu sorunu çözmek için sıkıntıdaki tüketicilere kredi irmağı akıtan yeni bir finans kapı- talizmi yükselişe geçti. Bu finansal kurumlar hem gayrimenkul yapımcılarına hem de konut satın al- mak isteyenlere kredi verdi. Yani konut piyasasında hem arzı hem de talebi kontrol ettiler. Ancak gayri- menkul piyasası çöktüğünde yeni ekonomiyi domi- ne eden bu finansal yapı da yok oldu.

Harvey çözüm olarak daha adaletli, daha sağlıklı gerçek anlamda sürdürülebilir bir sistemin yaratıl- cağı radikal bir yeniden yapılanma öneriyor.



**The Enigma of Capital: and the Crises of Capitalism**

David Harvey

Oxford University Press, Eylül 2010, 304 Sayfa

## Aşırı borçlanmanın yarattığı ortam

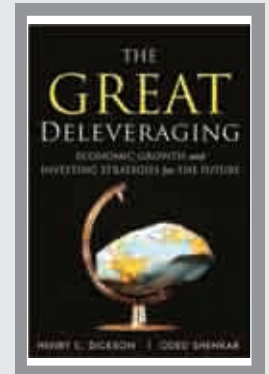
Tarihin hiçbir döneminde küresel ekonomide bu kadar borç yaratılmamıştı. Küresel ekonomik kriz- in temel nedeni bu borç yükü oldu. Şimdi ise önümüzde tarihin en büyük borç yükünün azaltıl- ma süreci var.

Chip Dickson ve Oded Shenkar'ın birlikte yaz- dıkları *The Great Deleveraging: Economic Growth and Investing Strategies for the Future* (Dev Borçlardan Kurtulma: Ekonomik Büyüme ve Gelecek İçin Yatırım Stratejileri) adlı bu kitap günümüzde ve önümüzdeki yıllarda borçla ilgili gelişmelere dair bir yol gösterici niteliğinde...

Dickson ve Shenkar, kitabında ABD'nin niçin bu kadar çok borçlandığını, bu borcun nasıl azaltıl- cağını ve bunun için gerekli kaldıraçın maliyetini analiz ediyor. Ayrıca, gerçek ekonomik büyüme ile finansal piyasa büyümesi arasındaki farka ve bunların kaynaklarına odaklanılıyor. Tarihsel bir perspektif de sunularak, son 90 yıldır piyasaya

sunulan menkul değer çeşitlerinin özellikleri ve getirileri ayrıntılı olarak açıklanıyor ve daha önce- ki ayı ve boğa piyasalarının temelleri irdeleniyor. Eski bir Wall Street analisti ve Equity Rese- arch'ün başkan yardımcısı Chip Dickson ile ön- de gelen işletme akademisyeni Oded Shenkar, kitapta gerçek ekonomik büyüme ile yatırımcı getirisi yaratmak amacıyla toplumların özellikleri- ni ve politikalarını da inceliyor. Ayrıca, yüzyıl bo- yunca balonlardan ve büyümelerden öğrenilen dersleri de sıralayan yazarlar, sürdürülebilir bir büyüme için küresel piyasaların ve sektörlerin ne yönde değişmesi gerektiği konusunda da kafa yoruyorlar.

Michael Lipper, kitabın saygın bir profesyonel ile önde gelen akademisyenden önemli finansal ipuçları ve uyarı sinyalleri içerdiğini, bu sayede gelecekteki finansal kıyametlerde yolumuzu bul- mamıza yardımcı olacağını vurguluyor.



**Great Deleveraging, The: Economic Growth and Investing Strategies for the Future**

Chip Dickson ve Oded Shenkar

FT Press, Ağustos 2010, 336 Sayfa.



## Bernanke'nin büyük panikle savaşı

The Wall Street Journal'ın ekonomi editörü David Wessel, ABD merkez bankacılığı konusundaki derin birikimini de kullanarak akıcı, kolay anlaşılır bir kitap yazmış. FED'e Güveniyoruz: Ben Bernanke'nin Büyük Panik'le Savaşı (In FED We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic) başlıklı bu çalışma, adından da anlaşılacağı gibi, dünyanın 50 yıldan fazla bir süredir yaşadığı en kötü finansal panikte, FED Başkanı Ben Bernanke'nin o anda nasıl tepki gösterdiğini ve hangi kararlara niçin imza attığını anlatıyor.

Dünyanın en önemli insanı olarak Bernanke'nin liderliğinde FED, son yarım yüzyılın en büyük müdahalelerinden birini yaptı ve krizin daha da büyümesini önledi. Mesleği akademisyenlik olan (Princeton Üniversitesi'nde ekonomi profesörü) Ben Bernanke, Büyük Buhran üzerine araştırmalar yaptı ve yazılar yazdı. 1930'lardaki merkez bankacılığı hatalarının ekonomik felakete yol açtığına inanan Bernanke, günümüzde bu hataları tekrarlamadı.

Dünyanın en güçlü kurumunun içine girerek fazla şeffaf ve demokratik olmayan işleyişi aktaran David Wessel, kitabında Bernanke ve ekibinin çok edici oranlar, rakamlar karşısında ne düşündüğünü, tep-

kilerini ve kararlarını, Lehman Brothers, Bear Stearns, AIG, Fannie Mae ve Freddie Mac'in kurtarılması için çabalarını, Hazine Bakanı Hank Paulson ve dönemin New York Fed Başkanı Tim Geithner ile baskı altında nasıl çalıştığını anlatıyor.

New York Times'ta yer alan BusinessWeek'in yayın yönetmen yardımcısı Paul M. Barrett imzalı değerlendirme yazısında, "Stephen King'i unutun, Wall Street'teki çöküşün şifrelerini çözmek isteyen okuyucular için David Wessel'in son birkaç yılda Washington'da kapalı kapılar ardında neler olduğunu anlatan kitabı tüyleri diken diken ediyor" deniliyor. Nobel Ekonomi Ödülü sahibi Joseph Stiglitz ise, Wessel'in Fed, Amerikan politikası ve ekonomi konusundaki bilgi birikimiyle, tarihçilerin yıllar boyunca çalışacağı bir konuyu başarıyla ele aldığını ve hiç kimsenin bu kitabı okumadan ne olduğunu ve olmadığını anlayamayacağını yazdı.

The Wall Street Journal gazetesinde editörlük görevini ve dünyanın çeşitli bölgelerinde yaşam standartlarını şekillendiren güçler hakkında haftalık bir köşe olan Capital'ı yazmayı sürdüren Wessel, 1983 ve 2002'de iki Pulitzer ödülünü arkadaşlarıyla paylaştı.



**In FED We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic**

**David Wessel**

Crown Business,  
Ağustos 2010,  
323 Sayfa

## Hisse senedine yatırımın formülü

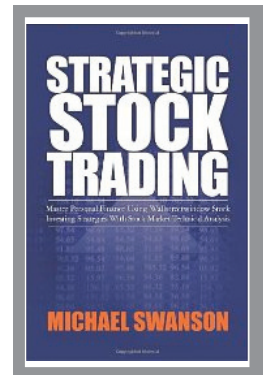
Birçok yatırımcıya göre, hisse senedi alım-satımını Michael Swanson'dan daha iyi çok az insan bilir. Swanson, yaklaşık dört yıldır performans sıralamasında en üst sıralarda yer alan bir hedge fonu yönetiyor. Yatırım önerilerinin doğruluğu sayesinde web sitesi wallstreetwindow.com'u büyük bir okuyucu kitlesi okuyor. Swanson'un önerileri Wall Street'in şimdiye kadarki en kötü yılı olan 2008'de yüzde 50'nin üzerinde getiri sağladı. Kitabı, Strategic Stock Trading: Master Personal Finance Using Wallstreetwindow Stock Investing Strategies With Stock Market Technical Analysis (Stratejik Hisse Senetlerinde İşlem: Wallstreetwindow Hisse Senedi Yatırım Stratejileri ile Teknik Analizi Kullanarak Kişisel Finansa Ustalaşmak) bu konudaki önerilerini sıralıyor.

Swanson, kitabında borsayı gerçekte neyin oluşturduğunu ve hisse senetlerinin kendi yolunda yürüdüğünü, sizin de bunu iyi izlediğiniz takdirde kar sağlayabileceğinizi yazarak piyasayı tanımlıyor. Kitap borsada seçkin bir işlemci haline gelmeniz için gerekli ilkeleri de anlatıyor. Bunlar

arasında İki Aşamalı Formülü kullanarak ne ve ne zaman satın almalı ve satmalı, riskin nasıl yönetilmesi ve kalabalıklar hissetmeden önce piyasanın genel eğilimindeki gerçek değişimi tahmin edebilme yeteneğine sahip olabilmek de yer alıyor.

Kitapta, hisse senetlerinin tanıtımı, yatırım stratejileri, teknik analiz, hisse senetlerindeki fiyat hareketlerinin okunması, hisse senedi fiyatlarının niçin yükseldiği, yatırım psikolojisi, açığa satış, risk yönetimi, hisse senetlerine yatırım formülü gibi başlıklar yer alıyor.

Kuşkusuz piyasada temel ve teknik analiz konusunda birçok yatırım kitabı var. Ancak, Swanson'un kitabı bunları bir araya getiriyor ve gerçek yaşam deneyimleri ve örnekleriyle beraber nasıl kullanacağınızı gösteriyor. Ayrıca, piyasadaki yatırımcıların ve piyasayı tarihi boyunca en çok etkileyen konuma gelen hedge fonlar ile kurumsal yatırımcıların psikolojisini de irdeliyor. Bu tip piyasalarda başarılı olmak için yapılması gerekenleri de sıralıyor.



**Strategic Stock Trading: Master Personal Finance Using Wallstreetwindow Stock Investing Strategies With Stock Market Technical Analysis**

**Michael Swanson**

CreateSpace,  
Eylül 2010, 136 Sayfa.

# UCITS Pazarında Trendler

## Net satışlar

EFAMA (Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği) 2010 2.çeyrek verilerine göre, UCITS fonlarında toplam net para çıkışı 28 milyar Euro seviyesinde gerçekleşmiştir. UCITS fonlarında 2008 yılı son çeyreğinden buna ilk defa net çıkış görülmüştür. 2010 yılı 1.çeyrekte 49 milyar Euro'luk net para girişi olmuştur.

2010 yılının ikinci çeyrek döneminde en fazla çıkış, 51 milyar Euro ile para piyasası fonlarında görülmüştür. Para piyasası fonlarından çıkış Eylül 2009'dan bu yana devam etmektedir. Aynı dönemde hisse fonlarında da 12 milyar Euro çıkış olmuştur. Diğer yandan dengeli fonlara 21 milyar Euro, bono fonlara 10 milyar Euro ve diğer fonlara da 4 milyar Euro giriş gerçekleşmiştir.

Bu dönemde 11 üye ülke net para çıkışı açıklamıştır. Açıklanan verilerine göre, ülkeler bazında 2010 yılı

Net Satışlar (milyar EURO)						
UCITS fonları	2009				2010	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Hisse Senedi	-4	23	26	22	20	-12
Dengeli	-10	17	19	19	20	21
Bono	-4	20	34	23	41	10
Para Piyasası	52	-25	-9	-61	-38	-51
Diğer	-13	-4	1	-1	6	4
Toplam	21	31	71	2	49	-28

nın ikinci çeyreğinde en fazla net para çıkışı Fransa'da (37 milyar Euro) gerçekleşmiştir. Bu dönemde net çıkışın 1 milyar Euro'dan büyük olduğu diğer ülkeler ise sırasıyla, İspanya (8,9 milyar Euro), İtalya (6,0 milyar Euro), Portekiz (1,2 milyar Euro) ve Finlandiya (1,1 milyar Euro)'dur. Aynı dönemde İngiltere (15,8 milyar Euro), Lüksemburg (5,9 milyar Euro), Almanya (2,0 milyar Euro) ve İsveç (1,7 milyar Euro)'te net para girişi açıklamıştır.

## Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

2010 yılının ikinci çeyreğinde para piyasası fonları net aktif değeri

%4,8'lik sert bir düşüşle 898 milyar Euro'ya geriledi. Para piyasası fonlarını %4,4'lük düşüşle hisse fonları(1,636 milyar Euro) takip etmektedir. Aynı dönem itibarıyla, bono ve dengeli fonlar ise sırasıyla %2,9 ve %1,0 oranında artmıştır.

## Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

Avrupa'da yatırım fonları büyüklüğü 2010 yılı ikinci çeyrek istatistiklerine göre, 7,45 trilyon Euro'dan 7,49 trilyon Euro'ya yükseldi. Buna göre, net aktif değer UCITS'lerde %0,5 düşüşle 5,60 trilyon Euro'ya gerilerken, non-UCITS'lerde %2,6'lık artışla 1,89 trilyon Euro'ya yükseldi. 2010 yılı 2.çeyreğinde UCITS'lerin toplam yatırımlar içerisindeki payı 5,60 trilyon Euro ile %75 seviyesinde gerçekleşti.

Haziran 2010 döneminde UCITS fon sayısı 36,110, non-UCITS fon sayısı ise 16,497 oldu.

UCITS Kategorilere Göre Varlıklarının Dağılımı <sup>(1)</sup>						
UCITS türleri	30/06/2010		31/03/2010 göre değişim		31/12/2009 göre değişim	
	EUR m	Pay	EUR m	Pay	EUR m	% değişim <sup>(2)</sup>
Hisse	1,636	34%	-76	-4.4%	123	3.8%
Dengeli	824	17%	9	1.0%	49	8.0%
Toplam Hisse ve Dengeli	2,460	51%	-67	-2.7%	172	5.1%
Tahvil	1,206	25%	34	2.9%	104	13.2%
Para Piyasası	898	18%	-45	-4.8%	-35	-8.1%
Fonların Fonu <sup>(4)</sup>	67	1%	-1	-1.2%	4	-7.7%
Diğer	225	5%	16	7.9%	11	14.4%
<b>Tüm fonlar</b>	<b>4,856</b>	<b>100%</b>	<b>-62</b>	<b>-1.3%</b>	<b>256</b>	<b>4.4%</b>
<b>(İrlanda ve Hollanda dahil)</b>	<b>5,606</b>	<b>-</b>	<b>-30</b>	<b>-0.5%</b>	<b>311</b>	<b>5.5%</b>

(1) İrlanda ve Hollanda verisi bulunmamaktadır. (2) Mart 2010 sonu-Haziran 2010 sonu (3) 2009 sonu- Haziran 2010 sonu (4) Fransa, Lüksemburg, İtalya ve Almanya'da bulunan fon sepetleri hariç, bunlar diğer fonlar içerisinde bulunuyor.

## Avrupa Fon Endüstrisi Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri

Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu						
Üye Ülkeler	30/06/2010		31/03/2010		31/12/2009	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim <sup>(1)</sup>	EUR m	% değişim <sup>(2)</sup>
Avusturya	84,885	1.5%	85,706	-1.0%	82,482	2.9%
Belçika <sup>(3)</sup>	86,676	1.5%	86,676	-	91,290	-5.1%
Bulgaristan	185	0.0%	184	1.0%	177	4.5%
Çek Cumhuriyeti	4,505	0.1%	4,702	-4.2%	4,376	3.0%
Danimarka	62,634	1.1%	62,812	-0.3%	58,032	7.9%
Finlandiya	49,508	0.9%	51,895	-4.6%	47,432	4.4%
Fransa	1,211,452	21.6%	1,273,046	-4.8%	1,253,395	-3.3%
Almanya	228,137	4.1%	231,859	-1.6%	220,867	3.3%
Yunanistan	7,063	0.1%	8,532	-17.2%	9,191	-23.2%
Macaristan	9,148	0.2%	9,415	-2.8%	8,353	9.5%
İrlanda	682,400	12.2%	652,320	4.6%	597,331	14.2%
İtalya	183,990	3.3%	192,326	-4.3%	193,998	-5.2%
Lihtensteyn <sup>(4)</sup>	24,395	0.4%	22,292	-	22,292	9.4%
Lüksemburg	1,723,592	30.7%	1,710,810	0.7%	1,592,373	8.2%
Hollanda	67,700	1.2%	66,300	2.1%	66,320	2.1%
Norveç	50,935	0.9%	53,939	-5.6%	49,925	2.0%
Polonya	16,898	0.3%	18,554	-8.9%	15,872	6.5%
Portekiz	9,845	0.2%	11,310	-13.0%	11,572	-14.9%
Romanya	1,086	0.0%	1,049	3.5%	792	37.2%
Slovakya	3,392	0.1%	3,412	-0.6%	3,255	4.2%
Slovenya	1,874	0.0%	1,949	-3.9%	1,859	0.8%
İspanya	172,221	3.1%	186,248	-7.5%	187,152	-8.0%
İsveç	135,384	2.4%	135,853	-0.3%	123,533	9.6%
İsviçre <sup>(5)</sup>	182,113	3.2%	158,353	15.0%	118,138	54.2%
Türkiye	15,044	0.3%	14,875	1.1%	13,849	8.6%
İngiltere	590,904	10.5%	591,901	-0.2%	540,818	9.3%
<b>Tüm fonlar</b>	<b>5,605,964</b>	<b>100%</b>	<b>5,636,319</b>	<b>-0.5%</b>	<b>5,314,674</b>	<b>5.5%</b>

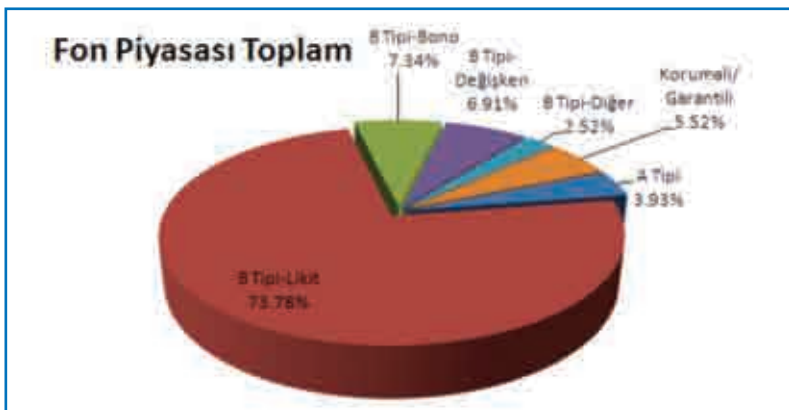
(1) Mart 2010 sonu- Haziran 2010 sonu. (2) 2009 sonu- Haziran 2010 sonu. (3) Mart 2010'dan bu yana Haziran verileri.  
(4) 2009 sonundan bu yana Mart 2010 verileri. (5) Varlık artışı İsviçre'ki fon sayısı artışından kaynaklanmaktadır.

## KORUMALI / GARANTİLİ FONLAR PİYASA ÖZETİ



	Toplam Fon Sayısı = 129	Yaşayan Fon Sayısı = 79
İş Bankası	23	14
AKBANK	18	12
Garanti Bankası	14	9
TSKB	8	6
Yapı Kredi	13	8
HSBC	12	9
TEB	17	8
Fortis	9	5
Denizbank	4	3
Finansbank	11	5
<b>Toplam Fon</b>	<b>129</b>	<b>79</b>

İtfa olanlarla birlikte toplam piyasa büyüklüğü 2.6 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2009 yılının başından bugüne kadar geçen sürede yaşayan fon büyüklüğü %296 artarak 1.7 milyon seviyesine yaklaşmıştır. Toplam 129 fon halka arz edilmiş olup bu fonların 50 tanesi itfa olmuştur.



Geçen kısa sürede Korumalı/Garantili yaşayan fonların pazar payı %5.52'ye ulaşarak A Tipi fonları geçmiştir. B Tipi Bono ve Değişken fonlardan sonra üçüncü sırada bulunmaktadır.

Değişik yatırım stratejileri ve birçok farklı ürüne yatırım yapan bu fonlar, düşük faiz ortamının devam etmesiyle birlikte, önümüzdeki dönemlerde büyüme potansiyeline sahiptirler.

Kaynak: **TSKB Portföy Yönetimi**, Rasyonet. Burada yer alan bilgiler son piyasa verilerine göre yaklaşık değerlerdir. Korumalı/garantili fonlarda onay aşamasında ve halka arzı devam eden fonlar dahil edilmemiştir. Piyasa değerleri halka arz toplam büyüklükleri olarak baz alınmıştır. Hesaplamalar 15/09/2010 itibarıyla yapılmıştır.

KYD Fon Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	555,97	-0,22	0,56	8,35	52,08
	30 Temmuz 2010	615,07	0,34	0,91	5,22	10,63
	31 Ağustos 2010	613,52	0,41	0,62	-0,25	10,35
	30 Eylül 2010	656,25	0,38	1,48	6,97	18,04
B Tipi	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	1080,31	0,02	0,07	0,16	6,13
	30 Temmuz 2010	1096,59	0,00	0,04	0,24	1,51
	31 Ağustos 2010	1099,16	0,02	0,05	0,23	1,75
	30 Eylül 2010	1101,79	0,01	0,05	0,24	1,99

KYD TL Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
30 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	538,55	0,03	0,15	0,58	10,56
	30 Temmuz 2010	560,50	0,02	0,13	0,59	4,08
	31 Ağustos 2010	563,88	0,08	0,14	0,60	4,70
	30 Eylül 2010	567,18	0,03	0,13	0,59	5,32
91 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	715,14	0,08	0,23	0,63	12,86
	30 Temmuz 2010	746,51	0,01	0,12	0,68	4,39
	31 Ağustos 2010	751,58	0,08	0,14	0,68	5,10
	30 Eylül 2010	756,09	0,04	0,13	0,60	5,73
182 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	908,46	0,24	0,39	0,72	15,72
	30 Temmuz 2010	949,48	0,00	0,11	0,79	4,52
	31 Ağustos 2010	956,58	0,10	0,18	0,75	5,30
	30 Eylül 2010	962,55	0,02	0,14	0,62	5,95
365 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	887,89	0,70	0,97	0,82	20,87
	30 Temmuz 2010	935,61	-0,02	0,08	1,14	5,38
	31 Ağustos 2010	942,87	0,08	0,17	0,78	6,19
	30 Eylül 2010	950,75	0,01	0,23	0,84	7,08
547 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	200,31	0,95	1,26	0,87	24,80
	30 Temmuz 2010	213,32	-0,10	-0,09	1,31	6,50
	31 Ağustos 2010	215,38	0,10	0,17	0,97	7,52
	30 Eylül 2010	217,20	0,01	0,24	0,85	8,43
TUM	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	818,36	0,63	0,80	0,61	19,85
	30 Temmuz 2010	868,70	-0,03	-0,02	1,34	6,15
	31 Ağustos 2010	875,69	0,09	0,17	0,81	7,01
	30 Eylül 2010	882,75	0,03	0,23	0,81	7,87
KYD Kısa (Yeni)	30 Temmuz 2010	101,48	-0,01	0,10	0,80	0,00
	31 Ağustos 2010	102,21	0,09	0,17	0,72	0,00
	30 Eylül 2010	102,90	0,03	0,16	0,68	0,00

KYD FX DİBS Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	131,30	0,01	0,04	0,17	2,73
	30 Temmuz 2010	131,63	-0,01	0,27	0,93	0,25
	31 Ağustos 2010	131,46	-0,09	-0,10	-0,13	0,12
	30 Eylül 2010	132,07	0,01	0,04	0,46	0,99
USD - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	118,29	-1,22	-1,29	-0,87	0,01
	30 Temmuz 2010	119,90	0,08	-0,23	-3,51	1,36
	31 Ağustos 2010	121,02	0,28	-0,40	0,93	2,31
	30 Eylül 2010	115,37	-0,53	-2,50	-4,67	-2,47
EUR	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	30 Temmuz 2010	115,71	-0,01	0,28	0,95	0,41
	31 Ağustos 2010	115,57	-0,09	-0,10	-0,12	0,29
	30 Eylül 2010	116,12	0,01	0,04	0,48	0,76
EUR - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	30 Temmuz 2010	114,22	-0,25	0,62	2,52	-8,38
	31 Ağustos 2010	112,21	-0,04	0,06	-1,76	-9,99
	30 Eylül 2010	115,13	-0,30	-0,28	2,60	-7,65

KYD EUROBOND Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	222,83	0,22	0,45	-0,24	21,96
	30 Temmuz 2010	240,29	0,10	0,41	4,25	7,84
	31 Ağustos 2010	244,79	0,07	-0,36	1,87	9,86
	30 Eylül 2010	252,71	0,70	2,22	3,24	13,41
USD - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	202,18	-1,01	-0,85	-1,13	19,19
	30 Temmuz 2010	220,41	0,18	-0,09	-0,33	9,02
	31 Ağustos 2010	227,02	0,44	-0,64	3,00	12,29
	30 Eylül 2010	222,48	0,16	-0,37	-2,00	10,04
EUR	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	176,65	-0,11	-0,16	0,71	19,29
	30 Temmuz 2010	181,40	-0,01	0,30	2,21	2,69
	31 Ağustos 2010	184,29	0,00	0,04	1,59	4,32
	30 Eylül 2010	186,32	0,23	0,82	1,10	5,47
EUR - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	220,26	-0,93	-1,34	-4,65	19,74
	30 Temmuz 2010	206,89	-0,25	0,68	3,87	-6,07
	31 Ağustos 2010	206,80	0,06	0,21	-0,04	-6,11
	30 Eylül 2010	213,65	-0,08	0,51	3,31	-3,00

KYD O/N REPO Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	290,82	0,01	0,10	0,43	8,06
	30 Temmuz 2010	299,77	0,01	0,10	0,44	3,08
	31 Ağustos 2010	301,29	0,06	0,11	0,51	3,60
	30 Eylül 2010	302,76	0,02	0,12	0,49	4,11
BRÜT	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	374,95	0,02	0,13	0,55	9,67
	30 Temmuz 2010	389,60	0,02	0,13	0,54	3,91
	31 Ağustos 2010	391,87	0,07	0,13	0,58	4,51
	30 Eylül 2010	394,03	0,02	0,14	0,55	5,09

KYD 1 Aylık Gösterge Mevduat Endeksi						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
TL	30 Temmuz 2010	101,45	0,02	0,51	0,92	0,00
	31 Ağustos 2010	102,23	0,10	0,75	1,16	0,00
	30 Eylül 2010	102,97	0,02	0,17	0,73	0,00
USD	30 Temmuz 2010	100,42	0,01	0,14	0,26	0,00
	31 Ağustos 2010	100,64	0,03	0,21	0,33	0,00
	30 Eylül 2010	100,85	0,01	0,05	0,21	0,00
EUR	30 Temmuz 2010	100,40	0,01	0,14	0,26	0,00
	31 Ağustos 2010	100,62	0,03	0,21	0,32	0,00
	30 Eylül 2010	100,82	0,01	0,05	0,21	0,00

# Yatırım Fonlarında Üçüncü Çeyrek

## Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi 2010 yılının üçüncü çeyreğinde nette %18,98, reel olarak da %17,63 oranında değer kazanmıştır. FM A Tipi Endeksi, nette %13,26 , reel olarak %11,98 oranında değer kazanırken, FM B Tipi Endeksi, nette %0,67 , getiri elde ederken, reel olarak %0,48 oranında değer kaybetmiştir. İMKB 100 ve FM A Tipi Endeksi dönemi yüksek bir getiri ile tamamlarken, FM B Tipi Endeksi dönemde reel olarak değer kaybetmiştir.

	1 Temmuz 2010	1 Ekim 2010	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	1476.94	1672.82	13.26%	11.98%
FM B Tipi	1578.87	1589.38	0.67%	-0.48%
İMKB 100	54534.28	64882.72	18.98%	17.63%

## Fonlardaki Büyüme

2010 yılının üçüncü çeyreğinde , A Tipi fonların portföy değeri %3 oranında, yatırımcı sayısı da %3,66 oranında artış göstermiştir. B Tipi fonların ise, yatırımcı sayıları %2,70 oranında artarken, portföy değerleri %1 oranında azalmıştır. Ayrıca fon türleri ve tiplerinin genel itibariyle bağlı oldukları A Tipi ve B Tipi fon endekslerindeki değişimlerinden arındırdığımız, Fon Endekslerine Göre Değişim sütununda ise, A Tipi fonların %9,83, B Tipi fonların ise %2,11 oranında azaldığını, tüm piyasanın da toplamda %11,93 oranında küçüldüğünü görebiliyoruz.

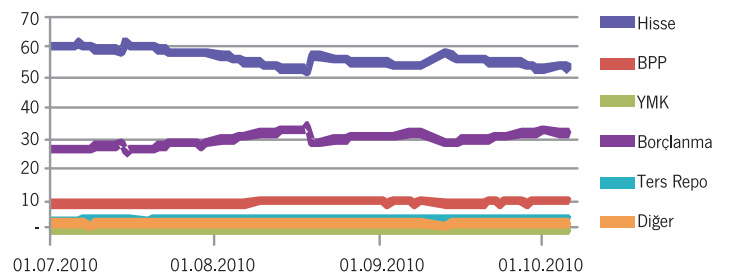
Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Fon Endekslerine göre Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
A Tipi	Değişken Fon	213.53	217.46	2	15,129	14,787	-2.26	-11.42%	0.74	0.76
A Tipi	Endeks Fon	246.56	267.78	9	16,126	15,852	-1.69	-4.66%	0.86	0.94
A Tipi	Fon Sepeti	4.33	4.8	11	22	27	22.72	-2.41%	0.01	0.01
A Tipi	Hisse Fon	165.99	135.87	-18	14,144	13,692	-3.19	-31.40%	0.57	0.48
A Tipi	İştirak Fon	140.66	156.26	11	4,200	4,024	-4.19	-2.17%	0.49	0.55
A Tipi	Karma Fon	315.28	341.54	8	162,279	171,313	5.56	-4.94%	1.1	1.2
A Tipi	Sektör Fonu	0.36	0.35	-2	95	71	-25.26	-15.28%	0	0
A Tipi	Yab.Menk.Kıym.Fon	0.9	0.9	0	421	418	-0.71	-13.57%	0	0
A Tipi Toplamı		1,087.61	1,124.96	3	212,416	220,184	3.66	-9.83%	3.8	3.98
B Tipi	Değişken Fon	1,980.09	2,107.16	6	171,987	176,016	2.34	5.74%	6.91	7.44
B Tipi	Endeks Fon	146.51	144.33	-1	1	1	0	-2.15%	0.51	0.51
B Tipi	Fon Sepeti	9.82	9.64	-2	162	141	-12.96	-2.57%	0.03	0.03
B Tipi	Karma Fon	2.97	2.55	-14	611	538	-11.94	-14.56%	0.01	0
B Tipi	Kıym. Maden Fonları	282.18	324.52	15	25,876	29,921	15.63	14.33%	0.98	1.14
B Tipi	Likit Fon	22,858.29	22,224.79	-3	2,874,965	2,842,988	-1.11	-3.44%	79.79	78.56
B Tipi	Tahvil ve Bono Fonu	2,186.96	2,259.83	3	95,529	205,572	115.19	2.66%	7.63	7.98
B Tipi	Yab.Menk.Kıym.Fon	92.37	89.34	-3	6,801	6,461	-4.99	-3.95%	0.32	0.31
B Tipi Toplamı		27,559.19	27,162.16	-1	3,175,932	3,261,638	2.7	-2.11%	96.2	96.02
Tüm Piyasa		28,646.81	28,287.12	-1	3,388,348	3,481,822	2.76	-11.93%		

\*Milyon TL(Karşılaştırmalar 1 Temmuz 2010 - 1 Ekim 2010 verileri ile)

\*KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı - Yatırımcı Hesap Sayısı)

## Portföylerin Varlık Dağılımları

2010'un üçüncü çeyreğinde, tüm yatırım fonlarının varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %54, Kamu Borçlanma %32, Hisse %3, BPP %9, Diğer %2 seviyelerinde seyretmektedir.



## Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	01.10.2009	01.10.2010	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Fon Endekslerine Göre
A TİPİ	936	1,125	20,16%	10,00%	-3,34%
B TİPİ	28,993	27,162	-6,31%	-14,24%	-8,75%
TOPLAM	29,929	28,287	-5,49%	-13,48%	

Portföy değerlerini karşılaştırmak için üstteki tabloda da görülebileceğiniz gibi, bir yıllık değişimlerini enflasyondan arındırdıktan sonra, buldukları endekste ki değişimlerinden de arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasında; A Tipi fonların %20,16 büyüdüğünü, B Tipi fonların ise %6,31 küçüldüğünü, tüm pazarın da %5,49 gibi bir oranda küçüldüğünü görmekteyiz.

## Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	01.10.2009	01.10.2010	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
A TİPİ	1,345.63	1,672.82	24.32%	13.80%
B TİPİ	1,548.06	1,589.38	2.67%	-6.01%
İMKB	47,804.39	64,882.72	35.73%	24.25%

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloda, A Tipi Fon endeksleri reel olarak %13,80 değer kazanırken, B Tipi endeksler reel olarak %6,01 oranında değer kaybetmiştir. İMKB endeksine baktığımızda %35,73, reel olarak %24,25 oranında değer artışı yaşanmıştır.

## Tip ve Tür Bazında Büyüklükler ve Değişimler

Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Toplam Değeri Değişimi	İlk KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	KBSS% Değişimi	İlk Doluluk*	Son Doluluk	Doluluk% Değişimi
A Tipi	Değişken Fon	213.53	20%	1%	217.46	19%	1%	2%	15,129	7%	0%	14,787	7%	0%	-2%	1%	1%	-12%
A Tipi	Endeks Fon	246.56	23%	1%	267.78	24%	1%	9%	16,126	8%	0%	15,852	7%	0%	-2%	7%	6%	-13%
A Tipi	Fon Sepeti	4.33	0%	0%	4.8	0%	0%	11%	22	0%	0%	27	0%	0%	23%	7%	7%	1%
A Tipi	Hisse Fon	165.99	15%	1%	135.87	12%	0%	-18%	14,144	7%	0%	13,692	6%	0%	-3%	8%	7%	-6%
A Tipi	İştirak Fon	140.66	13%	0%	156.26	14%	1%	11%	4,200	2%	0%	4,024	2%	0%	-4%	23%	24%	1%
A Tipi	Karma Fon	315.28	29%	1%	341.54	30%	1%	8%	162,279	76%	5%	171,313	78%	5%	6%	39%	40%	2%
A Tipi	Sektör Fonu	0.36	0%	0%	0.35	0%	0%	-2%	95	0%	0%	71	0%	0%	-25%	7%	6%	-16%
A Tipi	Yab.Menk.Kıy.	0.9	0%	0%	0.9	0%	0%	0%	421	0%	0%	418	0%	0%	-1%	5%	5%	-4%
Tüm A Tipleri		1,088	-	4%	1,125	-	4%	3%	212,416	-	6%	220,184	-	6%	4%	2.40%	2.19%	-9%
B Tipi	Değişken Fon	1,980.09	7%	7%	2,107.16	8%	7%	6%	171,987	5%	5%	176,016	5%	5%	2%	15%	16%	7%
B Tipi	Endeks Fon	146.51	1%	1%	144.33	1%	1%	-1%	1	0%	0%	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%
B Tipi	Fon Sepeti	9.82	0%	0%	9.64	0%	0%	-2%	162	0%	0%	141	0%	0%	-13%	1%	1%	-4%
B Tipi	Karma Fon	2.97	0%	0%	2.55	0%	0%	-14%	611	0%	0%	538	0%	0%	-12%	34%	30%	-12%
B Tipi	Kıy.MadenFon.	282.18	1%	1%	324.52	1%	1%	15%	25,876	1%	1%	29,921	1%	1%	16%	13%	14%	11%
B Tipi	Likit Fon	22,858.29	83%	80%	22,224.79	82%	79%	-3%	2,874,965	91%	85%	2,842,988	87%	82%	-1%	12%	12%	0%
B Tipi	Tahvil ve Bono	2,186.96	8%	8%	2,259.83	8%	8%	3%	95,529	3%	3%	205,572	6%	6%	115%	14%	15%	4%
B Tipi	Yab.Menk.Kıy.	92.37	0%	0%	89.34	0%	0%	-3%	6,801	0%	0%	6,461	0%	0%	-5%	14%	13%	-8%
Tüm B Tipleri		27,559.19	-	96%	27,162.16	-	96%	-1%	3,175,932	-	94%	3,261,638	-	94%	3%	13%	13%	2%
Tüm Piyasa		28,646.81	-	-	28,287.12	-	-	-1%	3,388,348	-	-	3,481,822	-	-	3%	10%	10%	1%

\*Milyon TL (Karşılaştırmalar 1 Temmuz 2010 - 1 Ekim 2010 verileri ile)

\*KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı - Yatırımcı Hesap Sayısı)

Doluluk Oranı (Dolaşımdaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi)

2010 yılının üçüncü çeyreğinde fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda, A Tipi fonların portföy değerleri %3 artarken, B Tipi Fonların portföy değerleri %1 oranında azalmıştır. Tüm piyasaya baktığımızda %1 oranında küçülme yaşanmıştır. A Tipi fonların yatırımcı sayıları %4, B Tipi

fonların yatırımcı sayıları, %3 oranında artmıştır. B Tipi Fonlar tüm piyasanın %94'lük bir kısmını oluştururken, A Tipi fonlar, piyasanın %6'sını oluşturmaktadır. A Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları %9 oranında azalırken, B Tipi yatırım fonlarının doluluk oranı, %2 oranında artmıştır.

## Fon Endeksleri ve Değişimler

2010 yılının üçüncü çeyreği itibariyle fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda, son bir yılda Yab. Menk. Kıym. Endeksi haricindeki tüm endekslerin pozitif getiri elde ettiğini görebiliyoruz.

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

Endeks	Fon Sayısı	01.10.2009 Değeri	01.10.2010 Değeri	%Değişim	Rel artış Tüfe'ye göre
A Tipi Fonlar Endeksi	50	1,345.63	1,672.82	24.32	29.75
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1548.06	1589.381	2.6692	3.01
Likit Fon Endeksi	15	1523.881	1554.416	2.0038	2.21
Endeks Fon Endeksi	10	423.1682	556.4751	31.502	36.5
Hisse Fon Endeksi	10	1027.828	1287.197	25.235	34.35
Karma Fon Endeksi	15	1698.601	1937.989	14.093	18.72
İştirak Fon Endeksi	2	1435.431	1874.96	30.62	42.26
Sektör Fonu Endeksi	1	1071.183	1439.015	34.339	41.58
Yab. Menk. Kıym. Fon Endeksi	6	364.2007	364.9526	0.2065	-2.75
Değişken Fon Endeksi	25	1687.172	1797.03	6.5114	7.64
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1779.336	1882.856	5.8179	7.47
FM 30 Endeksi	30	1432.141	1481.817	3.4686	3.82
FM 50 Endeksi	50	1415.534	1471.358	3.9437	4.32
Fon Sepeti Endeksi	3	139.24	158.66	13.95	17.03

## FonMarket.com cebinizde.



iPhone ve iPod Touch üzerinden FonMarket.com'u Türkçe, İngilizce, Fransızca ve Rusça takip edebilirsiniz.

>> bu özel versiyon için iPhone'unuzdan [www.fonmarket.com](http://www.fonmarket.com)'a girin



# Emeklilik Fonlarında Üçüncü Çeyrek

## Değer Artışları

Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Değer Artışı	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
Büyüme Amaçlı Fonlar	1,089.06	1,318.09	21.03%	29,402	32,517	10.59%	10.44%	10.51	11.72
Diğer Fonlar	1,805.18	2,085.56	15.53%	56,944	62,752	10.20%	5.33%	17.43	18.55
Gelir Amaçlı Fonlar	6,232.95	6,611.17	6.07%	216,261	225,359	4.21%	1.86%	60.19	58.81
İhtisaslaşmış Fonlar	38.17	47	23.14%	1,002	1,046	4.41%	18.73%	0.36	0.41
Para Piyasası Fonları	1,189.60	1,178.64	-0.92%	48,220	47,144	-2.23%	1.31%	11.48	10.48
<b>Tüm Piyasa</b>	<b>10,354.96</b>	<b>11,240.47</b>	<b>8.55%</b>	<b>351,829</b>	<b>368,818</b>	<b>4.83%</b>	<b>3.72%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

\*Milyon TL(Karşılaştırmalar 1 Temmuz 2010 - 1 Ekim 2010 verileri ile)

Emeklilik fonlarının 2010 yılı üçüncü çeyreğinde, portföy değerlerinde %8,55 artışın yanı sıra, pay sayılarının da %4,83 oranda arttığını görebiliyoruz. Genel olarak emeklilik fonları piyasası %3,72 oranında büyümüştür.

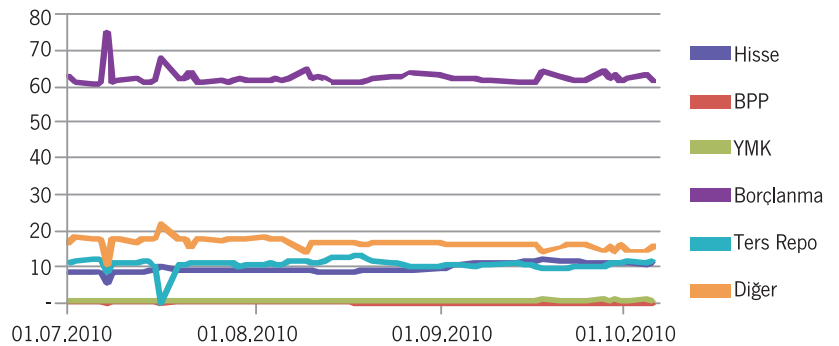
## Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Türleri	01.10.2009	01.10.2010	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	804.3	1,318.09	63.88%	50.02%
Diğer Fonlar	1,341.20	2,085.56	55.50%	42.35%
Gelir Amaçlı Fonlar	5,196.35	6,611.17	27.23%	16.47%
İhtisaslaşmış Fonlar	31.54	47	49.03%	36.43%
Para Piyasası Fonları	1,157.88	1,178.64	1.79%	-6.81%
<b>TOPLAM</b>	<b>8,531.27</b>	<b>11,240.47</b>	<b>31.76%</b>	<b>20.62%</b>

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz. Bir yıllık sürede emeklilik fon piyasasının, %31,76 büyüdüğünü, bu büyümeden enflasyonu çıkarttığımızda, emeklilik fonlarının net olarak %20,62 oranında büyüdüğünü söyleyebiliriz.

## Portföylerin Varlık Dağılımları

2010 yılının üçüncü çeyreğinde tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %62, Repo %11, Hisse %10, Diğer %17 seviyelerinde seyretmektedir.



# In these pages, you can find the summary of some articles published in our Magazine.

## News from TKYD

During TKYD's busy July-September schedule, the committees' work after Antalya meeting, Istanbul Financial Centre Project, the Capital Market Council and Takasbank Open Platform were the headlines. In the meeting, Capital Market Council decided to establish Central Registry, Licencing and Training Inc. TKYD will be partnering with a 15% share. Turkey-Luxembourg finance seminar will be held on November 2nd with TKYD's cooperation.



7

## Exclusive with Vedat Akgiray: "Our agenda comprises new legislation which will bring about structural reforms."



Through this period while the investment environment is reshaped, the Capital Markets Board is working on new regulations for the future of collective investment sector. In his exclusive statement to Turkish Institutional Investor, Chairman of the Capital Markets Board, Prof. Dr. Vedat Akgiray said that he considered the 150 billion dollar target for the size of the investment funds would be possible in the coming five years and indicated that the Board is willing to provide all possible support to accomplish these new regulations. He also stated that a UCITS structure compiling the regulations of the EU will be formed in the new Capital Market Law and funds. With the law, the funds can be founded by Portfolio Management Companies.

10

## Fund Managers' Sentiment Survey 2010 Q4

Fund managers are expecting an increasing interest of investors towards funds including mainly gold and stocks that are today's favourite investments tools as well as the protected funds in the last quarter of this year. The sentiment survey also shows that the fund managers' expectations for the future of the economy are generally positive. 38% of the 26 TKYD members who participated the survey think that the economy will remain steady; another 38% expected the economy to improve slightly. Only a small percentage of the participants think that the economy might get a little worse.



16

## Exclusive with Peter Elam Hakansson: “East Capital’s investment philosophy is based on three pillars; focus, long term, and local presence”

Peter Elam Hakansson, founder, chairman and head of the investment team of East Capital, which is specialized on East European markets, answered the questions of TKYD Institutional Investor about their investment principles, emerging markets, Turkey, and success factors for the asset managers in the post-crisis period.

“There is currently a strong appetite for Turkish equities on the back of the strong growth, low inflation and interest rates and prudent banking sector.”



28

## Dossier: Corporate Bonds



Corporate bond issues, which were increasingly preferred by the private sector as they started to see long term financing possibility in bonds under the favorable conditions prompted also by tax arrangements in a setting of falling interest rates, are also high in the focus of corporate investors. Our Dossier explores corporate bond issues under the general headings of current position of the market, issues that need to be improved for corporate investors and expectations from the issuer of the corporate bond, impressions of the issuer before and after the bond issue, rating, and legal rights. There has been a limited growth in place in Turkish corporate bonds market since 2006 after virtually zero issues during the period between 1998 and 2005. Total sum of corporate bonds issued so far in 2010 surpassed the entire corporate bond issues in the past.

32

## Istanbul ranked 70th among 75 financial centers but with biggest increase in rating

The 8th of the Global Financial Centers Index (GFCI) commissioned by the partnership of the City of London and Z/Yen Group was published in September.

First published in March 2007, the GFCI includes the profiles, ratings and ranks of 75 financial centers. GFCI is based on other external indexes and the answers of finance professionals to an online survey and it is updated every six months. GFCI 8 was calculated based on the views of 1,876 financial services experts with 33,023 financial centre assessments. London continued its top rank in the GFCI 8 and Istanbul rose 4 ranks from the 74th rank in the previous list to the 70th. Only 17 centers managed to increase their ratings and Istanbul has the biggest increase of ratings (26 points).



54

## KONFERANS AJANDASI EKİM - ARALIK 2010

<p><b>IIFA XXIV Annual Meeting</b> Tarih : 18-20 Ekim Yer : Vına Del Mar, Şili <a href="http://www.iifachile2010.com/site/index.php">http://www.iifachile2010.com/site/index.php</a></p>	<p><b>Asset Management Turkey Summit</b> Tarih : 1-4 Kasım Yer : Marmara Hotel, İstanbul <a href="http://www.iqpc.com/Event.aspx?id=341192">http://www.iqpc.com/Event.aspx?id=341192</a></p>	<p><b>Turkish Private Equity and Venture Capital Forum</b> Tarih : 24-25 Kasım Yer : Swiss Hotel, İstanbul <a href="http://www.c5-online.com/private_equity/TurkishPE.htm">http://www.c5-online.com/private_equity/TurkishPE.htm</a></p>
<p><b>ESG Strategies for the Sustainable Investor</b> Tarih : 18-20 Ekim Yer : Hilton Brussels, Belçika <a href="http://www.esgstrategies.com">www.esgstrategies.com</a></p>	<p><b>Hedge 2010</b> Tarih : 1-3 Kasım Yer : Londra <a href="http://www.terrapinn.com/2010/hedge/">http://www.terrapinn.com/2010/hedge/</a></p>	<p><b>ALFI European Alternative Investment Funds Conference</b> Tarih : 24-25 Kasım Yer : Lüksemburg, Chambre de Commerce <a href="http://www.alfi.lu/conferences-training/conferences/alfi-nicsa-global-investment-funds-forum">http://www.alfi.lu/conferences-training/conferences/alfi-nicsa-global-investment-funds-forum</a></p>
<p><b>Deloitte Art &amp; Finance Conference</b> 'The enhanced importance of art and collectible assets in wealth and asset management' Tarih : 20-21 Ekim Yer : Hotel Lutetia, Paris <a href="http://www.deloitte.com/view/en_LU/lu/market-solutions/art-and-finance/2010/index.htm">http://www.deloitte.com/view/en_LU/lu/market-solutions/art-and-finance/2010/index.htm</a></p>	<p><b>Seminar with Luxembourg Finance Centre</b> Tarih : 2 Kasım Yer : İMKB İstanbul, Türkiye</p>	<p><b>The Lawyer Funds Summit 2010</b> Tarih : 24-26 Kasım Yer : Hilton Brussels Hotel, Belçika <a href="http://www.centaur2.co.uk/thelawyer/funds/">http://www.centaur2.co.uk/thelawyer/funds/</a></p>
<p><b>14. Türkiye İç Denetim Kongresi</b> 'Sürdürülebilirlik' Tarih : 22 Ekim Yer : Maslak Sheraton Oteli, İstanbul <a href="http://www.tide.org.tr">www.tide.org.tr</a></p>	<p><b>Global AgInvesting Europe 2010</b> Tarih : 9-10 Kasım Yer : Cenevre <a href="http://farmlandgrab.org/15634">http://farmlandgrab.org/15634</a></p>	<p><b>Structured Products Europe</b> Tarih : 29 Kasım Yer : Zürih <a href="http://www.structuredproductseurope.com/">http://www.structuredproductseurope.com/</a></p>
<p><b>SIBOS</b> Tarih : 25-29 Ekim Yer : Amsterdam <a href="http://www.swift.com/sibos2010">http://www.swift.com/sibos2010</a></p>	<p><b>EU Financial Regulation Summit 2010</b> Tarih : 15 Kasım Yer : Brüksel, Belçika <a href="http://www.evca.eu/aifmd_summit/home.html">http://www.evca.eu/aifmd_summit/home.html</a></p>	<p><b>Alternative Investments Europe Summit 2010</b> Tarih : 29 Kasım-1 Aralık Yer : Majestic Barrière, Cannes <a href="http://www.aie-summit.com">www.aie-summit.com</a></p>
<p><b>European Alternative &amp; Institutional Investing Summit</b> Tarih : 25-27 Ekim Yer : Le Meridien Beach Plaza, Monte Carlo, Monaco <a href="http://www.opalgroup.net/conferencehtml/current/european_alternative_institutional_investing_summit/european_alternative_institutional_investing_summit.php">http://www.opalgroup.net/conferencehtml/current/european_alternative_institutional_investing_summit/european_alternative_institutional_investing_summit.php</a></p>	<p><b>10th Annual Super Investor</b> Tarih : 16-19 Kasım Yer : Westin Hotel, Paris <a href="http://www.icbi-events.com/superinvestor/">http://www.icbi-events.com/superinvestor/</a></p>	<p><b>İMKB 25. Yıl Konferansı</b> Tarih : 9-10 Aralık Yer : Haliç Kongre Merkezi, İstanbul <a href="http://www.imkb.gov.tr">www.imkb.gov.tr</a></p>
<p><b>Gaim Ops Europe</b> Tarih : 26-28 Ekim Yer : Conrad Dublin Hotel, İrlanda <a href="http://www.iirusa.com/gaimopseurope/welcome-page.xml">http://www.iirusa.com/gaimopseurope/welcome-page.xml</a></p>	<p><b>ICI Closed-End Fund Conference</b> Tarih : 17 Kasım Yer : Le Parker Meridien, New York <a href="http://www.ici.org/events/upcoming/conf_10_cef">http://www.ici.org/events/upcoming/conf_10_cef</a></p>	<p><b>Uluslararası Finans Sempozyumu 2010</b> 'Kriz sürecinde finans sektörü - reel sektör ilişkisi' Tarih : 10 Aralık Yer : Ord. Prof. Dr. Nihad Sayar Konferans Salonu Marmara Üniversitesi Sultanahmet Rektörlük Binası <a href="http://duyuru.marmara.edu.tr/duyuru/517/uluslararası-finans-sempozyumu-2010">http://duyuru.marmara.edu.tr/duyuru/517/uluslararası-finans-sempozyumu-2010</a></p>
	<p><b>The 3rd Annual Wealth Management &amp; Private Banking Asia 2010</b> Tarih : 18-19 Kasım Yer : Marriot Hotel Şangay, Çin <a href="http://www.private-bank-china.com/">http://www.private-bank-china.com/</a></p>	<p><b>Quantitative Methods in Finance Conference 2010</b> Tarih : 15-18 Aralık Yer : Sydney, Avustralya <a href="http://www.qfrc.uts.edu.au/qmf/">http://www.qfrc.uts.edu.au/qmf/</a></p>