

## 10. Yılımızı Kutlarken,

Sermaye Piyasalarının en önemli aktörleri olan Kolektif Yatırım Kurumlarının gelişmesi, yaygınlaşması ve bu yolla Kurumsal Sermaye birikiminin oluşmasını sağlayıcı çalışmalar yapmak amacıyla 1999 yılında kurulan Derneğimiz, 28 Eylül'de 10. kuruluş yıl dönümünü kutladı.

Faaliyetlerimizi ve sektörümüzün gündemini sizlere aktarabilmek amacıyla 2008 Nisan ayından beri titizlikle hazırlanan Kurumsal Yatırımcı'nın bu sayısında, TKYD'nin kuruluş yıldönümü nedeniyle Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Sayın Prof. Dr. Vedat Akgiray, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı Sayın Hüseyin Erkan, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Başkanı Sayın Işınso Kestelli ve Takasbank Genel Müdürü Sayın Emin Çatana'nın yayınladıkları mesajları bulabilirsiniz. Dergimizin bir bölümünü 10. Yıl etkinliklerine ayırdık.

Dergimizde ayrıca, İMKB'de 13 Kasım'da açılacak Kurumsal Ürünler Pazarı, anket serimizin üçüncüsünde "Bireysel Emeklilik Planlarında Tercihler ve Beklentiler" konulu çalışma, sermaye piyasamızın yeni ürünü varantlar, portföy yönetim şirketlerinde risk yönetimi, yatırım fonları piyasasına ilişkin akademik bir çalışma, yatırım fonlarının hukuk dünyasındaki yeri ve her zamanki gibi değerli bir ekonomistin kriz değerlendirmesine yönelik çalışmalara yer verdik.

IIFA (Uluslararası Yatırım Fonları Birliği)'nin 19-21 Ekim tarihlerinde Seul'de yapılan 23.Genel Kurulu toplantısına katılmamız da bize büyük faydalar sağlamıştır. Bu konferansla ilgili ayrıntılara da bu sayımızda yer verdik.

TKYD'yi kurmak için 10 yıl önce yola çıktığımızda amacımız, kurumsal yatırımcı bilincini oluşturarak henüz büyüme eşiğindeki yatırım fonlarını geliştirmektir. Geldiğimiz noktada bir tarafta ne kadar doğru bir iş yaptığımızı, diğer tarafta da dünya ölçeğinde rekabet edebilmek için daha yapacak çok işimizin olduğunu söylemeliyim. Yatırım Fonları büyüklüğümüz 1999 yılında 1.2 milyar TL'den, bugün 28 milyar TL'ye, henüz altı yaşında olan Emeklilik Fonlarımızın büyüklüğü 8.5 milyar TL'ye, Yatırım Ortaklıklarımız ise 630 milyar TL'ye ulaşmıştır. Yatırım ve Emeklilik Fonlarındaki toplam yatırımcı sayısı ise beş milyonu aşmıştır.

Sık sık belirttiğimiz gibi hedefimiz önümüzdeki beş yılda endüstrimizin büyüklüğünü GSMH'nin %4,5'undan %20'sine yani 150 milyar USD seviyesine, toplam yatırımcı sayısını da 10 milyon kişiye ulaştırmaktır. Bu yolla Türkiye'de kit kaynak olan "sermayenin" Kolektif Yatırım Kurumları vasıtasıyla önemli ölçüde karşılanarak; ülke ekonomisine son derece ciddi bir katma değer yaratacağına yürekte inanmaktayız.

Bizler, bu bilinçten hareketle her zaman olduğu gibi elimizden gelenin en iyisini yapacağız ve bu hedeflere ulaşmak için hep birlikte çok çalışacağız.

Derneğimizin kuruluşunda ve bugünlere gelmesinde emeği geçen herkese gönülden teşekkür ediyorum.

Saygılarımla,

**Gür ÇAĞDAŞ**  
TKYD Yönetim Kurulu Başkanı



**Gür ÇAĞDAŞ**  
TKYD Başkanı

“ TKYD'yi kurmak için 10 yıl önce yola çıktığımızda amacımız, kurumsal yatırımcı bilincini oluşturarak henüz büyüme eşiğindeki yatırım fonlarını geliştirmektir. Geldiğimiz noktada bir tarafta ne kadar doğru bir iş yaptığımızı, diğer tarafta da dünya ölçeğinde rekabet edebilmek için daha yapacak çok işimizin olduğunu söylemeliyim. ”

# kurumsal yatırımcı

**Türkiye Kurumsal Yatırımcı  
Yöneticileri Derneği**  
adına İmtiyaz Sahibi  
Gür Çağdaş

**Sorumlu Yazı İşleri Müdürü**  
Tülin Özaydın

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

**Danışma Kurulu**  
Dr.Ahmet D.Erelçin  
Belma Öztürkkel  
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

**Baskı**  
Mart Matbaacılık  
Tel: 0212-321 23 00

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

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

## İÇİNDEKİLER

4 SPK BAŞKANI'NDAN

5 SEKTÖRDEN HABERLER

8 KURUMSAL ÜRÜNLER PAZARI

12 **ANKET:  
BİREYSEL  
EMEKLİLİK  
PLANLARINDA  
TERCİHLER VE  
BEKLENTİLER**



16 GLOBAL KRİZ  
VE 2010

Dr. Fatma Melek  
Akbank Baş Ekonomist



20 FON YÖNETİMİ

20 Fortisbank A.Ş. A Tipi Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Hisse Senedi Fonu  
Göktürk Işıkpınar

22 Bizim Menkul Değerler A.Ş.  
A Tipi Altın ve Enerji Karma Fonu  
Fevzi Öztürk

24 RİSK YÖNETİMİ

**TEB PORTFÖYDE RİSK YÖNETİMİ**

Jean Yves Devos

TEB Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı

26 TKYD'DEN

TKYD 10. YILINI KUTLADI

29 Yatırım Fonu Endüstrimiz ve TKYD Kronolojisi

**30** **AKADEMİK**  
Türk Yatırım Fonları Üzerine Bir Çalışma:  
Dr. Elif Emirli Altuğ, CFA  
Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.,  
Hisse ve Karma Fonlar Bölüm Başkanı

**35** **MEVZUAT**  
YATIRIM FONLARI ÜLKEMİZ İÇİN NEDEN ÖNEMLİ?  
**Çenk AKSOY**  
İş Portföy Yönetimi A.Ş. / Genel Müdür Yardımcısı

**38** **SEKTÖR ANALİZİ**  
**VARANT**  
**Deniz Kumcuoğlu**  
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Vadeli İşlemler Departmanı Müdür Yardımcısı

**41**  
Amerika Yatırım Fonları'nı Nasıl İzliyor?  
**Belma Öztürk**  
University of Texas at Dallas

**42** **HUKUK**  
Hukuk Dünyasında Yatırım Fonları  
**Yalçın Özge OKAT**  
Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanı

**44** **KONFERANSLAR**  
IIFA 2009 G. KORE TOPLANTISI  
IMF-DÜNYA BANKASI YILLIK TOPLANTILARI  
FUNDS WORLD 2009

**46** **FON DÜNYASI**  
Gayrimenkul fonları üç ayda %33 prim yaptı  
**Halim Çun**  
Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü

**47** Finans'ın "Indiana Jones'u"  
**Jim Rogers**

**48** Goldman Sachs;  
Önceliğimiz Fon Yönetimidir...

**49** Harvard ve Yale vakıfları halen sınıfının birincisi mi?

**50** O'NEILL: ucuz hisse senedi kalmadı



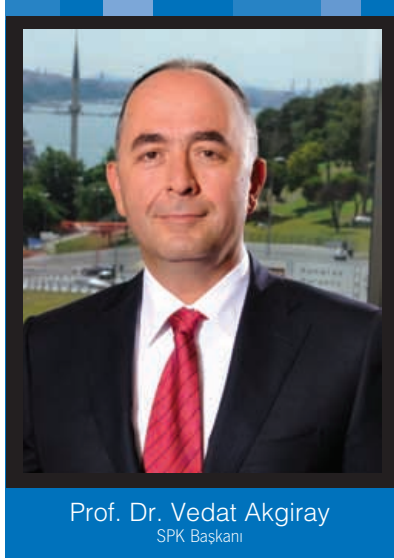
**51** **KONFERANS  
AJANDASI**

**52** **EFAMA**  
UCITS Pazarında Trendler

**54** **YATIRIMCI KİTAPLIĞI**

**56** **KYD ENDEKSLERİ**

**57** **SEKTÖR VERİLERİ**



Prof. Dr. Vedat Akgiray  
SPK Başkanı

## Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray'ın 10. kuruluş yıl dönümünde TKYD'ye mesajı

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'ni 10.kuruluş yıl dönümünde tebrik ediyorum ve başarılarının devamını diliyorum. Biz SPK olarak bir ülkenin sermaye piyasalarının gelişmesindeki en önemli formatın kurumsal yatırımcı formatı olduğuna inanıyoruz.

Yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, emeklilik fonları sosyal güvenlik fonları ile sermayenin bu şekilde büyük kitlelere ulaşabileceği ve geniş tabana yayılacağına inanıyoruz. Dolayısıyla TKYD çok önemli ve hayati bir ülke misyonunu üstlenmiş durumda. Biz her zaman TKYD'nin

arkasındayız, yanındayız.

Kurumsal yatırım, bireysel yatırımla karşılaştırdığımızda bizim hem kalkınma amacıyla, hem de SPK'nın görevi açısından tercih ettiğimiz bir şekil. Çünkü profesyonel eğitim almış, konusunu bilen kişilerin yönettiği kolektif yatırım araçları; yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ile yapılacak yatırımlardan elde edilecek kâr uzun vadede çok daha fazladır. Bireysel yatırımcıyı aldatmak daha kolaydır. Dolayısıyla bilgi kirliliği, bilgi yanlışlığı, bilgi manipülasyonunu engellemenin en önemli yolunun ku-

rumstal yatırımdan geçtiğine inanıyoruz. SPK olarak biz de bu işin takipçisiyiz.

Biz yeni Sermaye Piyasası Kanunu taslağı çalışmalarının son aşamasına geldik, bitirmek üzereyiz. Taslağımızda TKYD'nin Birlik olması için ki biraz yaptırım sahası genişlesin diye bir madde koyduk, üzerinde çalışıyoruz.

Kurumsal yatırımları, kolektif yatırımları tümüyle içine alan birkaç maddeyle de bu işi kısa vadede çözmek istiyoruz. Tekrar TKYD'nin 10.yılıni tebrik ediyor, başarılarının devamını diliyorum.

# SEKTÖRDEN HABERLER

## YENİ İHRAÇLAR:

Katılma payları kayda alınlar



1. **Ergoİsviçre Hayat ve Emeklilik A.Ş.**  
Gruplara Yönelik Esnek Emeklilik Yatırım Fonu



2. **Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**  
A Tipi Koç Şirketleri İştirak Fonu

## YENİ FAALİYET İZİNLERİ:



1. Fortisbank A.Ş.'nin 500 milyon TL başlangıç tutarlı Fortis Bank A.Ş. B Tipi Altın Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının Kurul kaydına alınmasına karar verildi.



2. Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin 100 Milyon TL başlangıç tutarlı Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş. Esnek Emeklilik Yatırım Fonu unvanlı emeklilik yatırım fonunun kuruluşuna izin verildi.



3. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, 250.000.000 TL başlangıç tutarlı İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. B Tipi Bayraktarlar Holding Değişken Özel Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesi ve I. tertip katılma paylarının kayda alınması talebinin olumlu karşılanmasına ve katılma paylarının Kurul kaydına alınmasına karar verildi.



4. Vakıf Emeklilik A.Ş.'nin, 200 milyon TL başlangıç tutarlı "Vakıf Emeklilik A.Ş. Gelir Amaçlı Gelire Endeksli Senetler Emeklilik Yatırım Fonu"nun kuruluşuna izin verildi.

## ÖZEL DURUMLAR:

### Portföy Yönetim Şirketleri:

1. İş Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 21.000.000 TL olan ödenmiş sermayesinin, tamamı olağanüstü yedeklerden karşılanmak suretiyle 30.000.000 TL'ye yükseltilmesi amacıyla esas sözleşmesinin "Sermaye" başlıklı 9. maddesinin tadil edilmesi talebi olumlu karşılandı.
2. Bender Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, Şirket sermayesinin 845.000 TL'den tamamı nakden karşılanmak suretiyle 1.126.660 TL'na artırılmasına ve artırılan sermayeyi temsil eden payların mevcut ortakların rüçhan haklarının tamamen kısıtlanarak Ahmet DEDEHAYIR'a primli olarak satılmasına ilişkin esas sözleşme ve ortak değişikliğine izin verilmesine karar verildi.
3. Fortis Portföy Yönetimi A.Ş.'nin tamamına sahip hissedarı Fortis Investment Bank Management NV/SA'nın %94,77 oranındaki hissesinin dolaylı olarak BNP Paribas tarafından devir alınacak olması sonucu Şirket'te meydana gelecek olan dolaylı pay devrine izin verildi.
4. Ateşan Aybars Portföy Yönetimi A.Ş.'nin portföy yöneticiliği yetki belgesinin iptal edilmesine karar verildi.
5. Ashmore Portföy Yönetimi A.Ş.'nin, 1.000.000 TL olan ödenmiş sermayesinin, tamamı nakden karşılanmak üzere, 1.500.000 TL'ye yükseltilmesi amacıyla esas sözleşmesinin "Sermaye" başlıklı 9. maddesinin tadil edilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

### Yatırım Fonları :

1. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu ve yatırım dönemi sona eren Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Birinci Yatırım Fonu, Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Üçüncü Yatırım Fonu ile halka arzı gerçekleştirilemeyen Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Altıncı Yatırım Fonu, Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Sekizinci Yatırım Fon'larının tasfiye edilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.
2. Türk Ekonomi Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Birinci Alt Fon ve Türk Ekonomi Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma

Amaçlı İkinci Alt Fon birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin Banka talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

3. Akbank T.A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi % 100 Anapara Koruma Amaçlı Birinci Alt Fon ve Akbank T.A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi % 100 Anapara Koruma Amaçlı İkinci Alt Fon'un birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin Banka talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.
4. Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş.'nin temsilcisi oldukları "Union Bancaire Asset Management Variable Capital Investment Company" şemsiyesi altında bulunan "UBAM Dynamic Short Term US Dollar Bond , UBAM Yield Curve Euro Bond , UBAM Lingohr Europe Equity Value, UBAM Calamos US Equity Growth" fonlarının paylarının Kurul kaydından çıkarılmasına ayrıca, temsilcilik sözleşmesinin sona ereceği tarihe kadar temsilci tarafından, temsilcilik sözleşmesinde yer alan hak ve yükümlülüklerin devam etmesi hususunun temsilci kuruluşa bildirilmesine karar verildi.
5. Finansbank A.Ş.'nin, kurucusu olduğu "Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler SMIST İstanbul 25 A Tipi Borsa Yatırım Fonu'nun "Türkiye Yüksek Piyasa Değerli Bankalar A Tipi Borsa Yatırım Fonu"na dönüşümü nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmesi talebi olumlu karşılandı.
6. Akbank T.A.Ş.'nin, kurucusu olduğu "S&P/IFCI Türkiye A Tipi Akbank Borsa Yatırım Fonu"nun tasfiyesine izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.
7. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin yatırım dönemleri sona eren %100 Anapara Garantili Birinci Yatırım Fonu ve %100 Anapara Garantili Gökkuşluğu Yatırım Fonu ile B Tipi Kurumsal Değişken Fon'un tasfiye edilmesi talepleri uygun görüldü.
8. Finansbank A.Ş.'nin kurucusu olduğu Refleks B Tipi Karma Fon'un, Refleks B Tipi Değişken Fon'a dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmesine karar verildi.
9. HSBC Bank A.Ş.'nin kurucusu olduğu ve yatırım dönemi sona eren HSBC Bank A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Lacivert Yatırım Fonu'nun tasfiye edilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.
10. Türk Ekonomi Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaç-

lı Üçüncü Alt Fon ve Türk Ekonomi Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Dördüncü Alt Fon birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin Banka talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

**11.** Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin kurucusu olduğu "Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. B Tipi Varlık Yönetimi Hizmeti Değişken Fonu"nun tutarının 10.000.000 TL'den 150.000.000 TL'ye artırılması nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmesine ve artırılabilecek 140.000.000 TL'lik fon tutarını temsil eden 14.000.000.000 adet 3. tertip katılma paylarının Kurul kaydına alınmasına karar verildi.

**12.** Finansbank A.Ş.'nin kurucusu olduğu Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Birinci Alt Fonu'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılandı.

**13.** Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin kurucusu olduğu 50.000.000 TL başlangıç tutarlı "Ata Yatırım Türkiye İslami Market A Tipi Borsa Yatırım Fonu"nun katılma paylarının halka arzına ilişkin ikinci kez ek süre verilmesi talebi, 10.11.2009 tarihine kadar ikinci kez 3 ay ek süre verilmesi suretiyle olumlu karşılanmasına karar verildi.

**14.** Hak Menkul Kıymetler A.Ş.'nin kurucusu olduğu A Tipi Değişken Fon'un tasfiye edilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

**15.** Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin "T. Garanti Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Yatırım Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı İMKB-30 Endeksinin Düşeceğini Öngören Yatırımcılara Yönelik İkinci Alt Fonu"nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılandı.

**16.** Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Garantili Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili Birinci Alt Fon'un birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılandı.

**17.** Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Garantili Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili Dinamik Emtia Alt Fonu (İkinci Alt Fon)'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılandı.

**18.** Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Garantili Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili Faiz Frekans Alt Fonu (İkinci Alt Fon)'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

**19.** Finansbank A.Ş.'nin kurucusu olduğu Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı İkinci Alt Fonu'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

**20.** T. Garanti Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı Özel Bankacılık B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Tarım Ürünleri Üçüncü Alt Fonu'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

**21.** HSBC Bank A.Ş.'nin kurucusu olduğu Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Gri Alt Fonu'nun (Üçüncü Alt Fon) birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.

**22.** Akbank T.A.Ş.'nin kurucusu olduğu Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi % 100 Anapara Koruma Amaçlı Üçüncü Alt Fon'un birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebinin olumlu karşılanmasına karar verildi.



SPK'nın 06/07/2009 – 25/09/2009 döneminde yayınlanan haftalık bültenlerinden derlenmiştir.

# Kurumsal ürünler pazarı





**İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal Pazarında işlem görmekte olan menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile borsa yatırım fonları katılma belgeleri 13 Kasım 2009'dan itibaren yeni oluşturulan Kurumsal Ürünler Pazarı altında işlem görmeye başlayacak.**

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal Pazarında işlem görmekte olan menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile borsa yatırım fonları katılma belgeleri 13 Kasım 2009'dan itibaren yeni oluşturulan Kurumsal Ürünler Pazarı altında işlem görmeye başlayacak. Düzenleme çalışmalarının ve teknik hazırlıkların tamamlanmasının ardından Yapılandırılmış Ürünler başlığı altında, aracı kuruluş varantlarının da Kurumsal Ürünler Pazarı'nda yer alması planlanıyor. İMKB Başkan Yardımcısı Aydın Seyman yeni pazarla ilgili çalışmaları Kurumsal Yatırımcı'ya değerlendirdi.

### **Kurumsal Ürünler Pazarı'nın kurulmasına neden ihtiyaç duyuldu?**

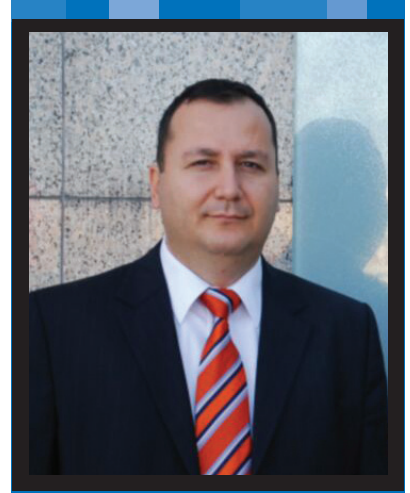
Kısaltılmış şekliyle KÜP olarak da adlandırılan Kurumsal Ürünler Pazarı, İMKB Hisse Senetleri Piyasası pazarlarının yeniden yapılandırılması kapsamında başlayan çalışmada atılan ilk adım olarak tanımlanabilir. Kurumsal Ürünler Pazarı, temel olarak, ortak özellikleri olan şirketlerin yeni işlem yöntemlerinin uygulanabileceği bir pazar altında gruplandırılmasıyla oluşturulmuştur. Önümüzdeki dönemde, oluşan piyasa şartları doğrultusunda mevcut pazarların da en uygun şekilde yeniden düzenlenmesi hususu gündeme gelebilecektir.

### **Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görecektir şirketlerin ortak özelliği nedir?**

Kurumsal Ürünler Pazarı kapsamındaki yatırım ortaklıklarının farklı sermaye büyüklüklerine, halka açıklık oranlarına ve işlem hacimlerine sahip olmalarına rağmen hepsinin bir portföye sahip olan şirketler olduğunu görüyoruz. Borsa yatırım fonları da aynı şekilde. Yani, Kurumsal Ürünler Pazarı'na dahil edilenlerde sermaye büyüklüğü ya da işlem hacmi yüksekliği gibi kriterler göz önüne alınmış değil. Önemli olan az önce saydığımız grupların birinde yer almaları ya da bir başka deyişle Ulusal Pazar'da işlem görebilecek kotasyon kriterlerini sağlamalarıdır. Bir şirket Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören şirketlerin özelliğine sahip olsa da kotasyon kriterlerini sağlayamaması nedeniyle Ulusal Pazar dışında işlem görüyorsa Kurumsal Ürünler Pazarı kapsamına alınmayacaktır.

### **Kurumsal Ürünler Pazarı şirketleri kotasyon kriterlerini kaybederse Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmeye devam edebilecek mi?**

Hayır, bu mümkün değil. Kotasyon kriterlerini kaybeden bir şirket nasıl Ulusal Pazar'dan çıkarılıyorsa aynı şekilde Kurumsal Ürünler



Aydın Seyman  
İMKB Başkan Yardımcısı

Pazarı kapsamından çıkarılacak ve kot dışında işlem görmeye devam edecektir. Kurumsal Ürünler Pazarı dışında olup da kotasyon kriterlerini yeniden sağlayan bir şirket Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görebilecek şirket tanımına uyuyorsa Kurumsal Ürünler Pazarı kapsamına alınacaktır.

### **Kaç şirket kurumsal ürünler pazarı kapsamına alınıyor?**

Şu anda İMKB Hisse Senetleri Piyasası Ulusal Pazar'da işlem görmekte olan 13 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı, 2 adet girişim sermayesi yatırım ortaklığı ve 33 adet menkul kıymet yatırım ortaklığı olmak üzere, toplam 48 şirket var. Ayrıca 10 adet borsa yatırım fonunu da dahil edersek Kurumsal Ürünler Pazarı'nda açılacak işlem sırası sayısı 58'e ulaşıyor. Ulusal pazar dışında işlem görmekte olan bir gayrimenkul yatırım ortaklığı ise şimdilik bu pazarda yer almayacak.

### **Kurumsal Ürünler Pazarı'nın getirdiği bir yenilik var mı?**

Aslında Kurumsal Ürünler Pazarı'nın çok önemli bir yenilik getirme-

si planlanıyor; bu yenilik, üzerinde bir süredir teknik hazırlık çalışmaları süren “**piyasa yapıcılığı sürekli müzayede işlem yöntemi**” ile “tek fiyat işlem yöntemi”dir. Dünya borsalarında başarıyla kullanılmakta olan bu işlem yöntemlerinin hangi tarihten itibaren ve hangi menkul kıymetler üzerinde işleme alınacağına ilişkin karar henüz netleşmiş değil, çalışmalar devam ediyor. Öte yandan, üyelerimiz de bu işlem yöntemlerine ilişkin teknik hazırlıklarını sürdürüyor.

### **Piyasa yapıcılığı sürekli müzayede ile sürekli müzayede işlem yöntemi arasındaki farklar nelerdir?**

İşlem yönteminin adında da yer aldığı üzere, piyasa yapıcılığı yönteminde piyasa yapıcı olarak tanımlanan, o menkul kıymette etkin bilgi birikimine sahip olduğu varsayılan ve yeterli miktarda menkul kıymeti piyasa yapıcılığı amacıyla kullanabilecek bir üye var ve bu üye menkul kıymeti gerektiği şekilde destekliyor. Yani, verdiği kotasyonlarla hem işlem yapılabilir fiyat sınırlarını belirliyor hem de likidite sağlıyor. Gerektiği durumlarda alış ve satış kotasyon fiyatlarını izin verilen sınırlar dahilinde hareket ettiriyor, genişletip, daraltıyor. Zaten piyasa yapıcılığı ile hedeflenen bir başka unsur ilgili menkul kıymetteki sert ve yapay fiyat hareketlerinin önlenmesi ve menkul kıymette likidite devamlılığının sağlanmasıdır. Tabii ki bu kotasyon fiyatı hareketi o menkul kıymetin o seans için geçerli olan fiyat marjıyla sınırlı durumda. Piyasa yapıcı üye bu desteği menkul kıymet sürekli müzayede ortamında işlem görürken yapıyor. Yani tüm işlemlerin piyasa yapıcısının kotasyonu ile gerçekleşmesi gibi bir durum söz konusu değil.

### **Her isteyen piyasa yapıcılığı olabilecek mi? Bir menkul**

### **kiymetin piyasa yapıcılığı nasıl belirlenecek?**

Piyasa yapıcılığı olabilecek üyelerin belirlenecek temel kriterleri yerine getirmeleri gerekiyor. Bu kriterler bir süre sonra bir Genelge ile üyelerimize duyurulacaktır. Temel kriterlere uyan üyeler arasından gelecek başvurular belirli önceliklere göre değerlendirildikten sonra ilgili menkul kıymetin piyasa yapıcı üyesi İMKB Yönetim Kurulu tarafından belirlenecek. Bir menkul kıymette sadece bir tek piyasa yapıcı üye olabilecek, ancak bir üye birden fazla menkul kıymette piyasa yapıcılığı görevini üstlenebilir. Üye, başarılı bir performans sergilediği sürece piyasa yapıcılığına devam edebilecek. Yeterli performansı gösteremeyen üyelerin görevleri ise gerekli uyarıların ardından sona erecek. Bir üye isterse piyasa yapıcılığı görevinden kendiliğinden de çekilebilecek.

#### **“ Kurumsal Ürünler**

*Pazarı'nın çok önemli bir yenilik getirmesi planlanıyor; bu yenilik, üzerinde bir süredir teknik hazırlık çalışmaları süren “piyasa yapıcılığı sürekli müzayede işlem yöntemi” ile “tek fiyat işlem yöntemi”dir.*

### **Kurumsal Ürünler Pazarı'nda uygulanacak diğer işlem yöntemi olan tek fiyat hakkında da bilgi alabilir miyiz?**

Tek fiyat işlem yöntemi aslında piyasanın aşına olduğu bir yöntemdir. “Açılış seansı” olarak uygulanmakta olan bu yöntemde, sürekli müzayede seansı öncesinde gelen uygun

emirler en fazla işlemi gerçekleştirecek fiyatın belirlenmesi suretiyle tek fiyattan eşleştiriliyor. Tek fiyat yöntemi ile işlem görece menkul kıymetlerde açılış seansı sonrasında sürekli müzayede geçilmeyecek, fiyat belirleme aşaması seans boyunca toplanan emirlerle seans sonunda bir kez daha tekrarlanacaktır. Böylece, bu yöntemle işlem gören menkul kıymetlerin fiyatları her seans 2 kez olmak üzere, günde 4 kez belirlenmiş olacaktır.

### **Hangi menkul kıymette hangi işlem yönteminin kullanılacağı neye göre belirlenecek?**

Bu husus henüz netleşmiş değil. Ancak planlanan yapıya göre, piyasa yapıcılığı sürekli müzayede yöntemi ile işlem görme belli kriterlere sahip şirketlerde opsiyonel olacak. Bu şirketlerde piyasa yapıcı bulunamaz ya da görevinden ayrılırsa işlemler hali hazırda olduğu üzere, sürekli müzayede yöntemi ile devam edecek. Piyasa yapıcılığın zorunlu olacağı şirketlerde ise tek fiyat işlem yöntemi piyasa yapıcılığına alternatif işlem yöntemi olacak. Yani piyasa yapıcılığın zorunlu olduğu şirketlerde piyasa yapıcı bulunamaz ya da görevinden ayrılırsa işlemler sürekli müzayede işlem yöntemi ile değil de tek fiyat işlem yöntemi ile sürdürülecektir.

### **Kurumsal Ürünler Pazarı'nda bu işlem yöntemleri hangi tarihten itibaren uygulanacak?**

Uygulama tarihi henüz belli değil. Kurumsal Ürünler Pazarı uygulamasının devreye alınacağı tarih olan 13 Kasım 2009'da Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görece tüm şirketler mevcut işlem yöntemi olan sürekli müzayede ile işlem görmeye başlayacak. Farklı işlem yöntemleri ancak gerekli kararlar alınıp, üye tarafında devam eden teknik çalışmalar tamamlandıktan sonra devreye alınabilecek.

# tedbiri elden bırakmayın!



EPC KESİNTİSİZ GÜÇ KAYNAKLARI

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

## Sistemlerinizin Gerçek Güvencesi

EPC Enerji; kesintisiz güç kaynakları, doğrultucular, eviriciler, statik frekans çeviriciler, gerilim regülatörleri (statik ve servo) ürünlerinin üretimi ile, tam bakımsız ve nikel kadmiyum aküler, telekom güç kaynakları, güneş panelleri, aktif ve pasif filtreler, ani gerilim bastırma üniteleri gibi birçok ürünün üretimini, satışını ve pazarlamasını yapmaktadır..



**EPC Enerji ve Güç Dönüşüm Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.**  
Esenşehir Mah. Alemdağ Cad. Kiraçlar Sk. No: 11 D: 2/3  
Madenler Y.Dudullu, Ümraniye / İSTANBUL  
Tel: +90 (216) 499 54 84 • Fax: +90 (216) 499 54 90  
e-mail: [info@epcas.net](mailto:info@epcas.net)



Bireysel Emeklilik Sistemi'nde (BES) toplam fon tutarının 2010 yılında ortalama %37, katılımcı sayısının ise ortalama %14.5 civarında artması bekleniyor.

BES'te tahvil bono fonu ağırlıklı emeklilik planları revaçta...



# BİREYSEL EMEKLİLİK PLANLARINDA TERCİHLER VE BEKLENTİLER



Bireysel Emeklilik Sistemi Türkiye’de 6. yılını doldurdu. 2003 yılında kanunun uygulamaya geçmesinden sonra sektör hızlı bir şekilde büyüdü. BES’te fon büyüklüğü 8,5 milyar TL’ye ulaştı.

**K**urumsal Yatırımcı'nın bu sayısında **Bireysel Emeklilik Planlarında Tercihler ve Beklentiler** konulu çalışma ile, sermaye piyasasının nabızı olma hedefiyle başlattığımız Kurumsal Yatırımcı Anket Serisi'nin üçüncüsünü gerçekleştiriyoruz.

Bireysel Emeklilik Sistemi'nin (BES) yaklaşık yüzde 80'ini oluşturan altı bireysel emeklilik şirketinin katıldığı ankete göre sonuçlar toplam fon tutarının 2010 yılında ortalama %37, katılımcı sayısının ise ortalama %14.5 civarında artacağını beklendiğini ortaya koydu.

### **Tahvil, bono ağırlıklı emeklilik planları revaçta**

Yatırımcıların en çok tercih ettiği bireysel emeklilik planında ağırlığın kamu borçlanma araçları emeklilik yatırım fonlarında olduğunu gösterdi. Yatırım fonları sektöründe en çok tercih edilen likit fonun ise bu planlarda ağırlığı çok daha düşük olarak yer aldı.

Anketin **"Kurumunuzun son bir yılda en çok satan bireysel emeklilik planının fon bazında dağılımı nasıldır?"** sorusuna verilen cevaplar da en yüksek oranın verildiği Emeklilik Yatırım fonu (EYF) türlerinde yüzdesel aralıklar şöyle oluştu:

#### **Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları TL EYF**

45.50 - 75 (Ort. %61.56) – 6 şirket

#### **Para Piyasası Likit Kamu EYF**

9.98 - 30.4 (Ort. %19.01) – 5 şirket

#### **Büyüme Amaçlı Esnek EYF**

11.22 - 40 (Ort. %23.74) – 3 şirket

#### **Büyüme Amaçlı Hisse Senedi EYF**

3.86 - 5 (Ort. %4.43) – 2 şirket

#### **Esnek EYF**

7.38 - 14.56 (Ort. %10.97) – 2 şirket

#### **Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları (Döviz) EYF**

4.67 - 10 (Ort. %7.34) – 2 şirket

#### **Gelir Amaçlı Esnek EYF**

11.35 – 1 şirket

Anketin **"Kurumunuzun son bir yılda en çok sattığı BES planının yatırım araçları bazında dağılımı nasıldır?"** sorusuna gelen cevaplar da yine en yüksek ağırlığa sahip yatırım aracı tahvil-bono oldu.

#### **Yatırım araçları dağılım yüzdeleri aşağıdaki aralıklarda gerçekleşti:**

##### **Tahvil Bono:**

51.83 - 85 (Ort. % 68.92) - 6 şirket

##### **Repo:**

8 – 27.26 (Ort. %15.56) - 6 şirket

##### **Hisse:**

0.003 - 18.90 (Ort. %10.25)-5 şirket

##### **Döviz :**

2.45 - 9 (Ort. %4.82) - 3 şirket

##### **Diğer:**

0.016 – 8.41 – 5 şirket

*(vadeli mevduat ve yabancı tahvil bono)*

Anketin **"2009 yılı içinde emeklilik planlarınızın performansını iyileştirmek veya katılımcılarınıza farklı seçenekler sunmak amacıyla aşağıdakilerden hangilerini yaptınız?"** sorusuna;

üç yanıt **"Yeni fon/fonlar kurduk"**,

iki yanıt **"Bazı fonlarda benchmark değişikliği yaptık"**,

iki yanıt, **"Bazı fonlarda strateji değişikliği yaptık"**

şeklinde cevap verilirken,

**"Bazı fonlarda tür değişikliği yaptık"** şikâi hiç yanıt almadı.

**"Piyasaların hareketli olduğu son bir yılda (Eylül 2008-2009) katılımcı tercihlerinde bir önceki döneme göre nasıl bir değişim gözlemlediniz?"** sorusuna cevap veren altı şirketten dördü katılımcıların plan değişimlerinde önemli bir farklılık oluşmadığını, bir şirket plan değişimlerinde ciddi artış olduğunu, bir şirket

ise plan değişimlerinde biraz artış olduğunu belirtti.

Anketin **"2009 yılında en az bir kez BES planında değişiklik yapmış olan katılımcıların toplam katılımcılar içindeki payı yüzde olarak nedir?"** sorusuna verilen cevaplar %0.17 ila %6 arasında değişti ve ortalaması %2.79 oldu.

Bir diğer soruda **"Sektörün geleceğine ilişkin kısa vadeli beklentileriniz nedir?"** sorusu yöneltildi. Yanıtlar, 2009 sonu ve 2010 sonu için BES sistemindeki katılımcıların toplam fon tutarı ve katılımcıların sayısı olarak iki bölüm halinde istendi. Buna göre, anket katılımcılarının cevapları aşağıdaki aralıklarda geldi:

#### **Katılımcıların toplam fon tutarı:**

##### **2009 sonu:**

8.5 – 9.25 milyar TL

(Ort. 8.94 milyar TL)

##### **2010 sonu:**

11.6 – 13 milyar TL

(Ort. 12.23 milyar TL)

#### **Katılımcıların sayısı:**

##### **2009 sonu:**

1.95 - 2 milyon kişi

(Ort. 1.99 milyon kişi)

##### **2010 sonu:**

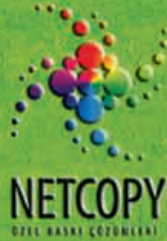
2.2 - 2.4 milyon kişi

(Ort. 2.28 milyon kişi)

Anketin son bölümünde **"Hisse senedi piyasalarındaki ciddi dalgalanmalara ve endeks değişimlerine karşın BES fonları içindeki hisse senedi payı %8-10 arasında istikrarlı bir düzeyde seyrediyor. Sizce 5 yıl sonra BES fonları içindeki hisse senetlerinin payı ne olabilir?"** sorusu yöneltildi. Katılımcıların biri dışında tümü, hisse senetleri payının bir miktar artarak %10-15 arasında olacağı şeklinde yanıt verdi. Bir katılımcı hisse payının kayda değer artışla %15-25'e ulaşacağı yanıtını tercih etti.

# bir ağaç, bir yaşam...

renkli baskı, siyah-beyaz baskı, numaralandırma, scanner/tarama, arşivler, ciltleme, tel ve plastik spiral, dikiş ve sıvama, amerikan cilt, pvc, laminasyon, selefon, delme ve kenar aparatları, barkodlu kart sistemleri, yaka kartları, zincir, klips, promosyon, magnet, anahtarlık, bardak altı, duvar saati, kupa, mousepad, yap-boz baskılar, tshirt baskı, transfer baskı, plaket yapımı, flex baskı, süblümasyon baskı, kurumsal çözümler, kişiye özel baskılar, web tasarımı, multimedya tanıtım araçları, iç mekan dijital baskı, dış mekan dijital baskı, folyo kesim, kurtasiye malzemeleri, otomatik kaşe yapımı, defter, bloknot, kartvizit, antetli kağıt, fotoğraf albümü, yıllık, takvim, ajanda, fotoğraf albümü, broşür, katalog, dön kart, füy



**Bireysel:** Taksim Cad. Yoğurtçu Faik Sok. No: 3 Taksim - İstanbul

**Tel:** 0 212 235 77 74 (pbx) **Faks:** 0 212 250 27 49

**Kurumsal:** Taksim Caddesi, No:36 Gümüşsuyu - İstanbul **Tel:** 0 212 249 40 60

[www.netcopycenter.com](http://www.netcopycenter.com) - [www.netcopykitap.com](http://www.netcopykitap.com)



# Global Kriz ve 2010

Alınan önlemlerin geri döndürülmesinin kademeli olarak yapılması bekleniyor; şu anda krizden çıkış stratejilerini tartışmak önemli, fakat henüz uygulamak için erken. Kalıcı bir toparlama görülene kadar (işsizlikte bir azalma gibi) beklenmeli.





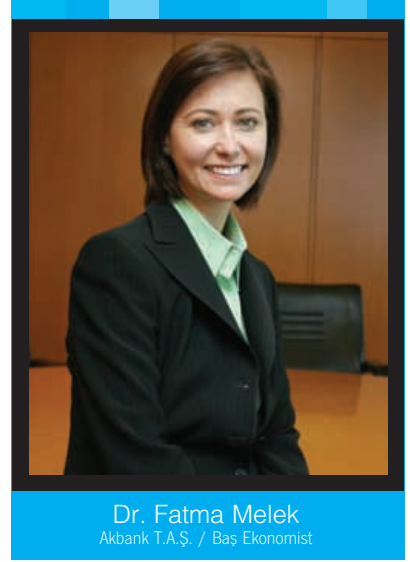
**G**lobal krizde son aylarda piyasalarda hükümetlerin almış olduğu önlemlerin etkisiyle cesaretlendirici işaretler görülmeye başlandı. Global hisse senedi piyasaları Mart başında görmüş oldukları dip seviyelerinden en az %50 primli işlem görürken, emtia fiyatları yükselmeye başladı. Risk alma iştahında görülen iyileşme ile birlikte, gelişmekte olan ülkelerin ihraç etmiş oldukları tahvillerin getirileri ile benzer vadedeki ABD tahvil getirisi arasındaki fark daralıyor. Bu ülkelerin para birimleri de toparlandı. Ayrıca son dönemlerde de açıklanan veriler ve öncü göstergelerde görülen dipten çıkış sinyalleri,

“**Önümüzdeki dönemde finansal sektöre getirilmesi öngörülen düzenlemeler, kredi koşullarının sıkılaşmasına devam edebileceğine işaret ediyor.**”

resesyonun sonuna gelindiğine ilişkin değerlendirmeleri güçlendirdi.

Kritik soru önümüzdeki dönemde görülecek büyümenin sağlam mı yoksa yavaş mı olacağı sorusudur. Genellikle kriz dönemlerinde görülen trend altında büyüme krizden çıkışlarda ekonomi tekrar normal büyüme seviyesine dönene kadar bir süre normalin üzerinde büyüme getirmesine rağmen, krize sebep olan temel faktörlerin halen etkili olması arz ve talep koşullarını uzunca bir süre etkileyeceğe benziyor.

Bu bağlamda; krize neden olan risklere baktığımızda finansal sektördeki zararlar devam ediyor: Zararlar global ölçekte 1.6 trilyon \$'a ulaştı. IMF tahmini bu zararların 2010 yılında 3.4 trilyon \$'a ulaşabileceği yönünde. Bankalar kaldıraçlı varlıklarını (risklerini) azaltmaya devam ediyor ve sermaye yeterliliği oranlarını iyileştirmek için bilançolarını küçültmektedirler. ABD, Euro Bölgesi ve İngiltere'de hem tüketici hem de ticari kredilerde gerileme devam etmektedir. Sonuç olarak gelişmiş ülkelerde finansal sistem işlevini tam olarak yerine getiremiyor. Ayrıca önümüzdeki dönemde finansal sektöre getirilmesi öngörülen düzenlemeler, kredi koşullarının



Dr. Fatma Melek  
Akbank T.A.Ş. / Baş Ekonomist

sıkılaşmasına devam edebileceğine işaret ediyor.

İkinci olarak; Son zamanlarda artan hisse senedi fiyatları ve stabilize olma yönünde sinyaller gösteren konut fiyatları ile ABD hanehalkı refahında kısmen artışlar görülse de, 2007'nin 3. çeyreğinden bu yana yaşanan servet kaybı 12 trilyon \$. Hanehalkının tasarruflarını artırmaya yönelmesi ekonomik canlanmayı sınırlayacak. ABD hanehalkı tasarruf oranı (tasarruf/harcanabilir gelir) 2008'in ilk çeyreğinde %1.2 iken halihazırda %5 civarında; ABD'de tasarruf oranlarındaki %1'lik bir artış tüketim harcamalarını 80 milyar \$ düşürmekte. Tasarruf oranlarının 2007 seviyesine dönmesi pek mümkün görülüyor. Artan borca dayalı özel tüketim büyüme modeli artık gündemde değil.

Milli gelirdeki daralmayı önlemek için de politika desteklerine ihtiyaç var. Alınan önlemlerin geri döndürülmesinin kademeli olarak yapılması bekleniyor; şu anda krizden çıkış stratejilerini tartışmak önemli, fakat henüz uygulamak için erken. Kalıcı bir toparlanma görülene kadar (işsizlikte bir azalma gibi) kadar beklenmeli.

Bu süreçte de para politikalarında benzeri görülmemiş büyüklükte tedbirlere başvuruldu. Başlıca gelişmiş ülkelerde faizlerin yaklaşık sıfır düzeyine indirilmesi kredi koşullarında bir iyileşme sağlayamadığı için merkez bankaları standart dışı tedbirler aldı. Bunlardan bir tanesi miktarsal genişleme: bu yolla merkez bankaları özel sektör kurumlarından çeşitli menkul değer satın alarak piyasalara likidite enjekte etmekte. Bu yöntemi kullanan İngiltere Merkez Bankası çoğunluğu devlet tahvili olmak üzere yaklaşık 166 milyar pound tutarında alım yaptı. Hedef 175 milyar pound.

ABD Merkez Bankası da hanehalkları ve firmalara doğrudan kredi sağlamakta; FED Eylül 2008'den beri konut kredisine bağlı menkul değerler, hazine bonoları vb olmak üzere 1 trilyon \$ tutarında alım yaptı. Avrupa Merkez Bankası ise %1.1 faizle bankalara 1 yıl vadeli 400 milyar euronun üzerinde likidite sağladı. Bu oran Euro Bölgesi milli gelirinin %5'ine tekabül etmekte.

Aktif satın alımları ve likidite yönetimi tedbirleri ABD, İngiltere ve Euro Bölgesi kredi büyümesine henüz yeterince yansımadi. Dolayısıyla, finansal sistemin halen kırılgan görünümü ve aktif fiyatlarındaki hızlı düşüşten zarar gören hanehalklarının artan tasarruf eğilimi nedeniyle, büyüme performansı zayıf kalacak ve işsizliğin azalmasını sağlayacak kadar güçlü olmayacak. Bu süreçte de faizler düşük kalacak. Bir çok ülke %70-75'in altında kapasite oranları ile çalışmakta; bu durum global olarak yatırım faaliyetlerinin canlanmasını da sınırlamakta. Gelişmiş ülkelerde 2010 yılında beklenen pozitif çeyreksel büyümelerin büyük ölçüde kamu harcamalarındaki artış ve stok düzeltmesi yoluyla olması bekleniyor.

IMF global ekonominin 2010'da

%3.1 büyümesini, dünya ekonomisine de gelişmekte olan ülkelerin %5.1 büyüme ile öncülük etmesini bekliyor. Burada da öne çıkan ülke Çin. Çin, Asya bölgesinin merkezinde olup, Çin kaynaklı talep tüm Doğu-Asya ülkelerini etkilemektedir. Zira milli gelirlerinin yarısından fazlası ihracata bağlı olan Doğu-Asya ülkelerinde, ABD'den ziyade Çin'in talebi, bu ülkelerin krizin yoğun yaşadığı dönemde ihracatlarında görülen düşüşte ön plana çıkmıştı.

IMF, 600 milyar \$'lık kamu teşvik paketinin yanı sıra, kamu bankaları yoluyla artan hızlı kredi büyümesi ile (1.1 trilyon \$) Çin'in 2009'da %8.5, 2010 yılında %9 büyümesini öngörmekte.

Euro Bölgesi ve özellikle Almanya, ihracat yoluyla Asya'nın beklenen güçlü toparlanmasından yarar

“ Gelişmekte olan ülkelere giden sermaye girişlerinin 2010 yılında azalmaya devam etmesi ve bu trendin bir kaç yıl sürmesi bekleniyor. Bu da dış finansman olanaklarının 2010 yılında da sınırlı kalacağını gösteriyor. ”

sağlamakta. Ancak, Asya kendisi ile birlikte tüm dünyayı taşıyabilecek güçte değil. Avrupa bölgesinin en büyük ihracatçısı olan Almanya



ihracatının %65'ini AB'ye (yeni katılan ülkeler dahil) yapmakta. Dolayısıyla, Euro bölgesinin toparlanması iç talebe bağlı kalıyor. Burada, önümüzdeki 1.5 yıl içinde Avrupa bölgesinde verilecek kamu harcamalarının seyri önemli olacak.

Türkiye'ye baktığımızda ise geçtiğimiz haftalarda orta vadeli program açıklandı: Programda öngörülen temel ekonomik büyüklükler gerçekçi görünüyor. GSYİH; 2009 için -% 6, 2010 için %3,5, 2011; %4 ve 2012; %5.0. 2010 yılı için öngörülen %3,5 seviyesindeki büyüme oranı beklentilerimize paralel. Global gelişmelere ve yurtdışı finansman imkanlarına bağlı olarak ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı öngörülüyor. Ekonomide büyümenin 2011'den itibaren ivme kazanması bekleniyor.

“ Global gelişmelere ve yurtdışı finansman imkanlarına bağlı olarak ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı öngörülüyor. Ekonomide büyümenin 2011'den itibaren ivme kazanması bekleniyor. ”

Yaptığımız imalat sanayi sektör çalışmaları, birçok sektörün üretim düzeyinin, potansiyelinin altında ve bazı sektörlerin 2005 yılı üretim seviyesinde olduğuna işaret etmekte, dolayısıyla bunların 2008 seviyesine dönmesi zaman alacak. Program çerçevesinde öngörülen yatırım harcamalarına göre özel sektör yatırımları ancak 2012 yılına doğru 2008 seviyesine ulaşabilecek gibi gözükmemektedir. Halen, imalat sanayinde önemli ölçüde bir atıl kapasite olup, %70 seviyesinde olan kapasite kullanım oranları gerek iç, gerekse dış talepte kısa vadede görülebilecek bir artışı karşılayabilecek düzeydedir. Özel tüketim harcamalarının ise programda daha hızlı toparlanacağı öngörülmüş ve buna göre 2010 yılında 2008 tüketim seviyesine ulaşılacağı tahmin edilmiştir.

Mevcut talep koşulları çerçevesinde 2010 yılı enflasyon beklentisi %5.3 olup, politika faizleri önümüzdeki yıl tek haneli seviyelerde kalacaktır.

Gelişmekte olan ülkelere giden sermaye girişlerinin 2010 yılında azalmaya devam etmesi ve bu trendin bir kaç yıl sürmesi bekleniyor. Bu

da dış finansman olanaklarının 2010 yılında da sınırlı kalacağını gösteriyor. Hükümetin tahmini de ihracatın 2009'da 98,5 milyar dolar, 2010'da 107,5 milyar dolar, 2011'de 118 milyar dolar olacağı yönünde. 2009 yılında %30 ihracat daralmasından sonra 2010 yılındaki artış %10'un altında. Dış ticarete temel partnerimiz olan Euro Bölgesi'nin performansı kritik bir faktör. Ancak Euro Bölgesi için 2010 yılı IMF büyüme beklentisi ise durağan: %0.3.

Programda bütçe açığı tahmini 2009 için 62,8 milyar TL. Yılın ilk dokuz ayında bütçe açığı 41 milyar TL'ye ulaştı. Hükümetin tahmini, açığın önümüzdeki 3 ayda da yüksek seyrine devam edeceği yönünde. Bütçe açığının milli gelire oranının 2009'da %6,6, 2010'da %4,9, 2011'de %4, 2012'de %3,2 olması bekleniyor. Burada kademeli bir düzelme öngörülüyor. Kamu sektörü borcunun milli gelire oranının ise 2009-2010 yılındaki artıştan sonra (%49), 2012'de (%47.8) düşmeye başlayacağı görülüyor. Bütçe gelirlerinin 2009'daki 203,9 milyar TL seviyesinden 236,8 milyar TL'ye (yıllık %16 artış) yükseleceği öngörülüyor. 2007- 2008 yıllarında bile yıllık artışlar %10 seviyelerinde idi. Vergileri artırmadan bu hedefe ulaşmak kolay görünmüyor.

2010'un ilk çeyreğine kadar mali kural altyapısının tamamlanacağı vurgulandı. Mali kuralın bütçe açığı üzerinden belirlenmesi hedeflenirken, 2011 bütçe döneminden itibaren yürürlüğe girmesi planlanmaktadır. Mali kural ile kamu açığının milli gelire oranının sürdürülebilir borç yapısı ile uyumlu bir düzeyde gerçekleşmesinin hedefleneceğinin altı çizildi. Mali kural, program ve hedeflerin gerçekleştirilmesi açısından oldukça önemlidir.

# Fortisbank A.Ş. A Tipi Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Hisse Senedi Fonu

Fortisbank A.Ş. A Tipi Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Hisse Senedi Fonu aktif yönetim tarzı benimseyip, İMKB'ye kote 1.5 milyar doların altında piyasa değerine sahip ve halka açık kısmın piyasa değeri 10 milyon doların üzerinde olan şirketlere yatırım yapmakta.

Portföyümüze dahil ettiğimiz hisse senetlerini seçerken yatırım felsefemiz, sektörün ağırlıklı olarak büyük şirketleri analiz etmeyi tercih etmesi sebebiyle, yeterince araştırılmadığını ve bu sebepten dolayı doğru fiyatlanmadığını düşündüğümüz Küçük ve Orta Ölçekli şirketlere konsantr olarak getiriye maksimize etmektir. Yatırım sürecinin temel fonksiyonu filtrelerimizdir. Yatırım dünyamıza giren yaklaşık 180 şirket, yatırım filtreleri kullanılarak analiz edilir. Belirlenen son liste, Fortis Portföy Yönetimi A.Ş. Araştırma Bölümünün detaylı temel analizlerinden sonra iskontolu olduğu düşünülen ve bu potansiyeli harekete geçirecek beklentisi olan şirketler arasından seçilir. Bu filtrelerin kullanımında amaç, uluslararası kabul görmüş Satış, VAFÖK, Net Kar ve bunlar gibi bazı veriler kullanarak elde edilen çarpanlar üzerinden giderek, mukayeseli analiz yapmak, bu süreç içerisinde Analist ve Fon Yöneticilerinin deneyimlerini de bu filtrelerden gelen bilgi ile birleştirmektir. Bu süreç sonunda ortalama 100 kadar şirkete daha fazla odaklanılması sağlanır. Sözü edilen filtrelerin yanı sıra, hisse senedi işlem hacmi ve fiyat değişimi momentum fil-

tresi kullanılarak erken uyarı sistemi oluşturulmuş, gözden kaçan olumlu ya da olumsuz gelişmelerin hisse fiyatı üzerindeki etkisinin en kısa sürede belirlenmesi amaçlanmıştır. KOBİ Fonunda yatırım yapmayı planladığımız şirket sayısı ise 10 ila 25 arası değişmektedir. Araştırılan şirketlerin yöneticileri ile yüz yüze toplantılarda bir araya gelmesine ve İstanbul dışı şirketlerin de ziyaret programına dahil edilmesine özellikle önem verilmektedir. Araştırma Bölümü ve Fon Yöneticisinden oluşan Hisse Bölümü, Türkiye'de ve yurtdışında uluslararası yatırımcı konferanslarına katılarak, şirketlerin üst düzey yöneticileri ile yapacakları birebir görüşmelerde şirketlerin finansalları hakkında bilgi toplamak, şirket stratejilerini, yaşanan son gelişmeleri ve kurumsal yönetim ilkeleri konusunda yaklaşımları değerlendirmek amacını gütmektedirler. Bu konferanslarda İMKB'ye kote olan şirket CEO, CFO veya Yatırımcı İlişkileri Bölümü temsilcileri ile yapılan bire bir görüşmelerde, şirketler hakkında ilk elden bilgi elde edilmesi fark yaratmaktadır. Hisse Bölümü tüm elde edilen bu bilgiler ışığında bağımsız görüş sağlanması amacıyla temel analize dayalı kendi değerlendirme modellerini oluştur-



Göktürk Işıkpınar  
Fortis Portföy Yönetimi A.Ş. Direktör  
Hisse Senedi Fonlar/Araştırma/Ozel Varlık Yönetimi

maktadır. Ayrıca diğer aracı kurumların araştırma bölümlerinden gelen gerek mevcut analizler gerekse talep üzerine özel olarak hazırlanan çalışmaların kullanılması aşamasında da destek sağlanmaktadır. Karar süreci ise tüm hisse senedi bölümünün haftada bir yatırım alternatiflerini beraber görüşüp tartışabildiği bir süreçtir. Fortis Investment Management, dünyada sadece Türkiye'ye yatırım yapan en büyük hisse senedi fonuna sahiptir. Fon'un büyüklüğü 150 milyon Eu-



ro'dur. Bunun yanı sıra Japonya'da kurulu, büyüklüğü 70 milyon Euro olan Türkiye fonunu yönetmekte olup, toplam büyüklüğü 250 milyon Euro olan Doğu Avrupa Fonu'nun da %10-20'si Türkiye'ye yatırım yapmaktadır. Bu çerçevede Fortis'in yönettiği Türkiye varlıklarının toplam büyüklüğü yaklaşık 250 milyon Euro'dur. Fortis Portföy Hisse Bölümü tüm bu fonlarda da yatırım sürecinin önemli bir parçasıdır. Bölüm yurtdışında bu varlıkları yöneten ekibe danışmanlık hizmeti vermektedir.

Yılbaşından bu yana piyasa fiyatının olması gerekenden çok düşük olduğunu düşündüğümüz lojistik, inşaat ağırlıklı holding ve enerji şirketlerine odaklandık ve defansif olduğunu düşündüğümüz ilaç ve savunma sanayi şirketlerine ilgi gösterdik. Ayrıca göreceli bakıldığında iskontolu kalan küçük bankalara yatırım yaptık. Global benzerlerine göre temel olarak ciddi iskontolu işlem gören havayolları ve havaalanı inşaatı ve işletmeciliği yapan farklı firmaları portföyümüzde bulundurduk. Yılın başında krizden çıkışın henüz tartışılmadığı bir dönemde yatırım yaptığımız bu firmaların ortak özellikleri, temel olarak global benzerlerine göre ciddi iskontolu olmaları, tüm makro ve mikro risklere karşın firmaların aktif yapılarının kuvvetli olduklarını bilmemiz olmuştur. Önümüzdeki dönem piyasaların seyrine baktığımızda ise global ekonomilerde dip seviyelerden yaşanan toparlanma sinyallerinin piyasaları desteklemeye devam ettiğini görüyoruz. Yüksek likidite son dönemde piyasaları destekleyen en önemli et-

**“ Yılın başında krizden çıkışın henüz tartışılmadığı bir dönemde yatırım yaptığımız bu firmaların ortak özellikleri, temel olarak global benzerlerine göre ciddi iskontolu olmaları, tüm makro ve mikro risklere karşın firmaların aktif yapılarının kuvvetli olduklarını bilmemiz olmuştur. ”**

ken olmuştur. Alınacak yeni önlemlerle bu likiditenin piyasalardan çekileceği yönünde beklentiler oluşsa da gerek Çin'den gelen sinyaller gerekse G-20 zirvesi sonrası verilen mesajlar mevcut durumda bir süre daha değişiklik olmayacağı sinyali verdiği için piyasala-

rı destekliyor. İMKB'de ise bankalar liderliğinde global piyasalara paralel son dönemde hızlı bir yükseliş yaşandı. Hatta Türkiye diğer gelişmekte olan ülkelere göre bankacılık sektörünün sağlam yapısı ve Merkez Bankası'nın faiz indirim sürecinin de etkisiyle pozitif ayrılmıştı. Bu pozitif ayrışma sonrası gelişmekte olan ülkelere göre görece baktığımız Türk bankaları 1.5X PD/DD oranı ile 1.4XPD/DD oranına sahip gelişmekte olan ülkeler ortalamalarına göre artık iskontolu değiller. Bu sebepten son dönemde global yatırımcıların Türkiye'den ziyade başta 1.3X PD/DD ile işlem gören Rusya olmak üzere diğer gelişmekte olan ülkelere ilgi duyduğu ve İMKB'nin görece olarak performansının zayıfladığı görülüyor. Bu trendin kısa vadede bir süre daha devam etmesini bekliyoruz. Ancak dünyada faiz indirimlerinin durduğunu, hatta İsrail gibi global faiz indirim sürecinde öncü olan bir ülkede faiz artırımının başladığı bir dönem içerisindeyiz. Bu sebepten Türkiye'de hem düşen enflasyon ortamı, hem de ekonomik durgunluk nedeniyle bir miktar daha faiz indirimi olacağı beklentisinin de bankalar üzerinde yaratacağı olumlu etkiyi bir süre daha göz ardı etmemek gerekiyor. Genel olarak pozisyonlarımızda faiz indirimine duyarlı olan cam, demir-çelik, otomotiv ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ağırlık veriyoruz. Bu çerçevede önümüzdeki dönem için piyasaları olumlu etkileyebilecek IMF anlaşması ve yeni önlem paketi gündemi değiştirebilecek etkenler olarak öne çıkıyor.

## FORTIS BANK A.Ş. A TİPİ KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELER HİSSE SENEDİ FONU

**Fonun Adı:** Fortis Bank A.Ş. A Tipi Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Hisse Senedi Fonu

**Fonun Tipi:** A Tipi

**Fonun Türü:** Hisse Fon

**Kurucu:** Fortisbank A.Ş.

**Yönetici:** Fortis Portföy Yönetimi A.Ş.

**Halka Arz Tarihi:** 27.06.1990

**Tedavüldeki Pay Sayısı 28.08.2009 itibarıyla:** 73.748

**Fon Toplam Değeri 28.08.2009 itibarıyla:** 3.705.205 TL

**Birim Pay Fiyatı (28.08.2009):** 49,020800 .-TL

# Bizim Menkul Değerler A.Ş. A Tipi Altın ve Enerji Karma Fonu

A Tipi Altın ve Enerji Karma Fonu, hem altına yatırım yapmak isteyen, hem de hisse senedi piyasalarındaki fırsatlardan yararlanmayı hedefleyen yatırımcılar için cazip bir karışım sunmaktadır.

Sermaye piyasalarında yatırım enstrümanlarının çeşitlendirmesi adına diğer fonlarımızda olduğu gibi, piyasalarda olmayan bir yatırım fonunun kazandırılması amacıyla yaptığımız çalışmalar neticesinde, 8 Kasım 2006 tarihinde Altın ve Enerji Karma Fonu'nu kurduk. 17 Ocak 2007 tarihinde ise fonun halka arzını gerçekleştirdik.

A Tipi Altın ve Enerji Karma Fonu, hem altına yatırım yapmak isteyen, hem de hisse senedi piyasalarındaki fırsatlardan yararlanmayı hedefleyen yatırımcılar için cazip bir karışım sunmaktadır. Fon portföyünün ise, en az yüzde 35'i hisse senedinden, en az yüzde 35'i de altından oluşmaktadır. Fon portföyündeki altın ve hisse oranı gerek altın, gerekse hisse senedi piyasasındaki beklentiler doğrultusunda yüzde 65'e kadar çıkabilmektedir. Portföye alınan altın fiziki olabileceği gibi kıymetli madenler, altın ve kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçları da olabilmektedir.

Fon stratejisi gereği, yatırımcıların bu piyasalardaki potansiyellerden ve değişimlerden mümkün olduğunca yararlanmasını hedeflenmektedir.

Portföy çeşitlemelerinde altın da bulundurmaya isteyen yatırımcılara aynı zamanda enerji sektöründeki büyü-

me beklentilerinden de yararlanmayı hedefleyen fon, portföyün en az yüzde 35'ini oluşturacak olan hisse senetlerini büyük ölçüde enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinden seçmektedir. Bu noktada fon portföyünün en az yüzde 35'ini oluşturan hisse senetleri İMKB XMANA, XKMYA, XELKT, XHOLD ve XUSIN endekslerini oluşturan enerji, tabii kaynaklar, altın ve maden sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinden seçilmektedir.

Fon yönetim stratejileri, tecrübeli uzman kadrolarımızın oluşturduğu "fon yatırım komitesi" tarafından yapılan periyodik toplantılarla belirlenmektedir.

Araştırma odaklı çalışmalar neticesinde fon portföyüne dâhil olan hisse senetlerinde; şirketin mali durumunun güçlü olması, değerlendirme sonucu bulunan hisse fiyatının piyasaya göre göreceli olarak düşük olması ve şirkete dair beklentilere bağlı olarak hissenin orta ve uzun vadede yükselme potansiyelinin olması gibi kriterler göz önüne alınmaktadır.

Fon portföyü yönetilirken portföyde bulunan altının ağırlığı, uluslararası altın piyasalarındaki beklentilerimize göre belirlenmektedir. Altın fiyatlarının zirve yaptığı 2008 Mart ayında fondaki altın oranı yüzde 65 seviye-

lerine kadar yükselirken, altın fiyatlarında düşüş öngörümüzle birlikte söz konusu tarihten sonra altın oranı yüzde 35 seviyelerine kadar düşürülmüştür. Şu anda fon portföyü içerisinde altın ağırlığı yüzde 35-45 aralığında seyretmektedir.

Önümüzdeki dönemde de altın fiyatlarında yeniden hareketli günler yaşanabilir. Uluslararası piyasalarda altın fiyatları son bir yıllık süreçte oldukça hareketli bir seyir izledi. Bu süre içerisinde altının ons fiyatı oldukça geniş bir bantta 700-1024 dolar/ons aralığında hareket etti. Aslında, son bir senelik süreçte altında fiyat oluşumu diğer dönemlere göre biraz farklılık arz etmektedir. Gelecek dönem enflasyon beklentileri şüphesiz fiyatlar üzerinde etkili olmaktadır. Ancak şu andaki fiyat oluşumu sağlıklı değil. Ne aşırı talep ne de gelecek enflasyon korkusu altın fiyatlarının yukarı gitmesinde sanıldığı kadar etkili değil. Son dönemde açığa yapılan işlemler ve fonların pozisyonları fiyatlar üzerinde birincil etkiye sahip. Bu noktada özellikle dünyanın en büyük altına dayalı borsa yatırım fonu (BYF) olan SPDR Gold Trust'un altın pozisyonunun yakından izlenmesi gerekiyor. Geçtiğimiz yılın 15 Ekim tarihinde söz konusu fonun elindeki altın pozisyonu 768 tondur. 23 Eylül 2009 itibarıyla SPDR



**Fevzi Öztürk**  
Bizim Menkul Değerler A.Ş.  
Fon ve Portföy Yönetimi Müdür Yrd.

fonun elindeki altın pozisyonu 1.102 tona yükselmiştir. Fonun toplam altın pozisyonunun büyüklüğü dünya altın üretimi olan 2.500 tonun yaklaşık yüzde 44'üne denk gelmektedir. Bu fonun altın pozisyonundaki değişiklikler, özellikle altın pozisyonundaki çözülme altın fiyatlarını etkileyecek en önemli etkidir.

Uzun vadeli olarak yaşanacak global enflasyon ise altın fiyatlarını diri tutmaya devam edecektir. Ancak, orta vadeli olarak bir miktar düzeltmenin ardından gelecek dönemde enflasyon beklentileri nedeniyle uzun vadede yeni yükselişler görebiliriz.

Fonun halka arz tarihini dikkate aldığımızda görüldüğü üzere; gerek altın fiyatlarının yukarı yönde hareketlenmesinin gerekse Türkiye'ye ilişkin olarak enerji sektörüne dair beklentilerinin başlangıç dönemine gelmektedir.

Altın ve Enerji Karma Fonu'nun risk dağılımı esas itibarıyla diğer sermaye piyasası araçlarında olduğu gibi piyasa riskini kapsarken, risk havuzu temel olarak üçlü sacayağına dayanmaktadır. Bunlar;

**1-)** Altın fiyatlarının ons cinsinden uluslararası piyasalardaki fiyat hareketleri

**2-)** Fon değerinin hesaplanmasında kullanılan altın miktarının USD cinsinden değerlendirilmesi neticesinde oluşan kur riski

**3-)** Fonun içerisinde yer alan hisse senetlerinin piyasa fiyatlarından kaynaklanan hisse senedi piyasaları riski Görüldüğü üzere Altın ve Enerji Karma Fonu'nun risk dağılımı diğer fonlara göre oldukça geniş bir zemine oturmaktadır. Risk hesaplamasında kullanılan bu değişkenler yatırımcılar açısından daha stabil bir enstrümanı ortaya çıkarmaktadır.

Fonun karşılaştırma ölçütü (benchmark) yüzde 50 İMKB Sınai Endeks + yüzde 50 İstanbul Altın Borsası TL KG Altın fiyatına göre belirlenmektedir.

Altın ve Enerji Karma Fonu altın alım-satım işlemleri İstanbul Altın Borsası'nda gerçekleşirken, fonun yatırımcıları namına aldığı altının saklaması da Takasbank ve İstanbul Altın Borsası'nın güvencesinde olmaktadır. Ayrıca, gerekli durumlarda Euroclear hesaplarının kullanılması da mümkündür. Dolayısıyla verilen saklama güvencesi neticesinde Altın ve Enerji Karma Fonu, yatırımcılara güvenli bir şekilde altına yatırım yapma imkânı sunmaktadır.

## Portföy

*çeşitlemelerinde altın da bulundurmak isteyen yatırımcılara aynı zamanda enerji sektöründeki büyüme beklentilerinden de yararlanmayı hedefleyen fon, portföyün en az yüzde 35'ini oluşturacak olan hisse senetlerini büyük ölçüde enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinden seçmektedir.*

## BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş. A TİPİ ALTIN VE ENERJİ KARMA FONU

**Fonun Tipi:** A TİPİ

**Fonun Türü:** KARMA FON

**Kurucu:** BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Yönetici:** BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Toplam Pay Sayısı:** 500.000.000 - Adet

**Tedavüldeki Pay Sayısı:** 58,362,000

**Kuruluş Tarihi:** 8/11/2006

**Halka Arz Tarihi:** 17/1/2007

**Başlangıç Fiyatı:** 0.010000

**Fon Toplam Değeri:** 836,811

**Birim Pay Fiyatı:** 0.014338

**Yatırımcı Sayısı:** 128

**Fon Yönetim Ücreti:** Günlük %0,0009 (yüzbinde dokuz)

\*Veriler 29/09/2009 tarihi itibarıyla

TEB Portföy'de

# Risk Yönetimi

Portföy yönetim şirketlerinde risk yönetimi gün geçtikçe önem kazanmaya başladı. Risk yönetim uygulamalarına ilişkin olarak TEB Portföy Yönetimi A.Ş. Risk yönetiminden sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Jean Yves Devos, kurumdaki uygulamalar konusunda Kurumsal Yatırımcı'ya bilgi verdi.





## Şirketinizde risk yönetimi alanında atılan ilk adımlar nelerdir?

Risk yönetimi sistemini kurmak bizim ilk önceliğimiz olmuştur. Seçimimizi yerel şirketler tarafından geliştirilmiş sistemlerle, Paris'teki BNP Paribas Asset Management ve aynı zamanda dünyadaki birçok BNP Paribas Investment Partner şirketleri tarafından kullanılan uluslararası bir sistem arasında yapmak durumunda idik.

Yerel tahvil ve hisse senedi piyasalarında halen kullanılmakta olan ürün çeşitlerinin gelişmiş bir risk yönetimi sisteminin alınmasını zorunlu kılmamasına rağmen, yine de uluslararası sistemi seçmeye karar verdik. Çünkü, bu sistem bize başlıca uluslararası varlık yönetimi şirketlerimizde kullanılanlarla uyumlu bir araca sahip olmamıza olanak vermiştir. Bu da TEB ve BNP Paribas'ın Risk Yönetimi'ne verdiği önemi göstermektedir.

## TEB Portföy Yönetimi tarafından yönetilen fonların ve varlık yönetimi dahilindeki yatırımcıların portföylerinin riskleri nasıl takip edilmektedir?

Risk verileri olarak Value at risk, Sharpe, Information, ve Overlap rasyoları ve Tracking Error gibi başlıcalarını takip ediyoruz. Ayrıca Türkiye'deki olağandışı gelişmeler doğrultusunda ortaya çıkan ekstrem hareketli tarihi dönemlere ve geçmişte global olarak tanımlanmış uluslararası krizlere dayalı stres testi senaryolarını da içeren bir sistem yarattık. Belirgin bir şekilde, likidite ve yoğunlaşma konularına da özel ilgi gösterdik.

Dahası düzenleyici rasyoların yanı sıra tüm fonlar ve Varlık Yönetimi dahilindeki portföyler için dahili olarak belirlenmiş olan yatırım prensipleri uygulamaya konuldu. Dahili prensipler kurum içinde fon

yöneticileri ile görüşülerek üzerinde mutabakata varıldıktan sonra uygulamaya başlandı.

## Bilgi paylaşmanın önemi nedir?

Matematiksel rasyoların yanı sıra "sağduyu" yaklaşımını da uygulamaya çalıştık. Doğal olarak, uluslararası piyasalarda yaşanabilecek çalkantıların olduğu durumlarda, fon ve portföylerdeki risklerin bir anda fırlayabilme özelliği artar. Bu nedenle Fon Yönetimi, Risk, Satış, Uyum ve Operasyon bölümleri arasındaki düzenli ve etkin bilgi paylaşımına daha da önem verme ihtiyacı hissettik. Daimi olarak süregelen bu bilgi paylaşımı, haftada bir gerçekleştirilmekte olan Varlık Tahsisi Komitesi ve Ürün Kabulü Komitesi toplantılarında yer almaktadır.

Risk yönetimi ile ilgili tüm konular, ayda bir gerçekleştirilmekte olan Risk Yönetimi Komitesi'nde masaya yatırılır. Komiteye Risk Yönetimi'nden Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı başkanlık eder ve üyeler Fon Yönetimi yöneticileri, Uyum Bölümü Koordinatörü ve TEB Portföy Yönetimi'nin Genel Müdürü'nden oluşur.

Yönetilen varlıkların gelişimi fon ve portföylerin performansları da dahil olmak üzere ilgili tüm konular bu komitede görüşülür. 2007'de başlayan uygulamasından bu yana komite, risk rasyolarındaki gelişmelerin ve piyasa ile ilgili görüşlerin paylaşıldığı bir yer olmuştur.

## Piyasa riski yönetimi açısından atmayı amaçladığınız sonraki adımlar nelerdir?

Şu anda bünyemizde yaratılmış olan sistemin, fon ve Varlık Yönetimi dahilinde olan portföylerdeki riskleri doğru bir şekilde gözlemlememizi sağladığından eminiz. Bu sistem canlı bir sistem ve devamlı olarak



Jean Yves Devos  
TEB Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı

geliştirilmesi gereken bir yapıya sahip. Yapılandırılmış ürünler ya da anapara korumalı fonlar anlamında, yeni fikirler düzenli olarak ortaya çıkmaktadır. Sonuçta kabul gören her yeni strateji risk yönetimi sisteminde yeni bir model olarak tanımlanmalıdır. Her yeni ürün için dahili olarak belirlenmiş olan yatırım prensipleri belirlenmeli ve test edilmelidir. Aynı doğrultuda risk raporları, kapsamlılığını koruyabilmeleri için düzenli olarak geliştirilmelidir. Riske son derece duyarlı olan finans sektöründe yer alan oyuncular olarak tüm portföy yönetimi şirketlerinin güçlü bir risk yönetimi disiplini olmalı ve sürekli kılınması gerektiğine inanmaktayız. Bu disiplin etkin ve gelişmiş bir Risk Yönetimi sistemi ile desteklenmeli, aynı zamanda Fon Yönetimi, Satış, Operasyon, Uyum ve Risk ekiplerinin arasında şeffaflık ve tam güven üzerine kurulmalıdır.

# TKYD 10.YIL

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) kuruluşunun 10. yıl dönümünde başarı öyküsünü Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Takasbank, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) üst düzey yöneticileri, finans sektörü temsilcileri ve basın mensupları ile paylaştı. 28 Eylül'de düzenlenen basın toplantısı ardından akşam Esmâ Sultan Yalısı'nda gerçekleştirilen kokteyl yoğun ilgi gördü.

## Basın Toplantısı

Derneğimiz, faaliyetleri ve hedefleri-

nin anlatıldığı basın toplantısına TKYD Yönetim Kurulu Başkanı Gür Çağdaş, Başkan Yardımcısı Didem Gordon, Genel Sekreter Tayfun Oral ve İletişim Komitesi Başkanı Alp Keller katıldılar.

TKYD Yönetim Kurulu Başkanı Gür Çağdaş, hedeflerinin GSMH'nin %4,5'i seviyesinde olan kolektif yatırım kurumlarının büyüklüğünü, 5 yıl içinde 150 milyar ABD doları (GSMH'nin %20'si) yatırımcı sayısını ise 10 milyon kişiye ulaştırmak olduğunu söyledi. Çağdaş, kolektif yatırım kurumları ve portföy yönetim

sektörünü geliştirmeye destek olacak, Avrupa Birliği uygulamalarına paralel ve sektöre özgü bir kanunun çıkmasını sağlamanın da hedefleri arasında yer aldığını ve TKYD'nin de bu konuda çalışmalar yaptığını belirtti.

## 10. Yıl Kokteyli

Akşam Esmâ Sultan Yalısı'nda yapılan 10.yıl kutlamasına finans sektörü temsilcilerinin yanı sıra SPK başta olmak üzere kamu otoriteleri katıldı. 300 kişilik bir davetli grubunun katıldığı kokteyilde SPK Başkanı



# INI KUTLADI

Prof. Dr. Vedat Akgiray, İMKB Başkanı Hüseyin Erkan, Takasbank Başkanı Emin Çatana ve VOB Başkanı Işınsu Kestelli de TKYD'nin 10. yılı sebebiyle verdikleri mesajlarda sermaye piyasalarımızın gelişmesi için kurumsal yatırımcı tabanının genişlemesinin çok önemli olduğuna vurgu yaparak Derneğin bu konudaki öncü rolüne dikkat çektiler. Başkanlar, piyasada yeni ürünlerin gelişmesi ile kurumlar arası iletişim ağının güçlendirilmesinin Türk finans piyasaları için çok önemli kazanımlar sağlayacağını belirttiler.

TKYD Yönetim Kurulu Başkanı Gür Çağdaş yaptığı konuşmada, 10 yıllık süreçte sektörün zor dönemleri yara almadan atlattığını belirterek önümüzdeki dönemde faizler ile enflasyonun tek haneli rakamlarda kalıcılığının sağlanması, yeni ürün ağının geliştirilmesi, vergi eşitliği ile kısa sürede dünya ortalamalarının yakalanabileceği sinyallerini verdi. Konuşmanın ardından TKYD kurucu üyesi Yusuf Ziya Toprak ve eski Başkan Gürman Tevfik'e birer plaket takdim edildi. Geceye katılmayan Toprak'ın plaketini TKYD Yöne-

tim Kurulu Üyesi İlhami Koç aldı. Gürman Tevfik yaptığı konuşmada, kurumsal yatırımcı tabanının sermaye birikimi için önemine dikkat çekerken gelişmiş ve geri kalmış ülkelerden örnekler verdi. Gelişmiş ülkelerde yer altı kaynakları kıt olsa bile kurumsallık ve gönüllü sivil toplum örgütleri sayesinde sermaye birikiminin sağlanabildiğini belirtti. Ülkemizde de TKYD'nin böyle bir görev üstlenerek kurumsal sermaye tabanını genişletmeyi kendisine misyon edindiğine ve 10 yıldır da bunu başarı ile yürüttüğüne dikkat çekti.





Hüseyin Erkan  
IMKB Başkanı

TKYD'nin 10.yılında bizlere böyle fırsat verdikleri için teşekkür ediyorum. Türkiye'de Kolektif yatırım araçları geçtiğimiz yıllarda ivme kazanarak büyümeye başlamış ve getirilen yeni ürünler, yeni pazarlar ve düzenlemelerle büyük bir çeşitlilik kazanmıştır. Oluşturulmuş enstrümanlarla, bununla beraber birikmiş olan fonlarda da artış gözlemlenmektedir. Ancak dünya ortalamasına baktığımızda Türkiye için artışı yeterli görmüyoruz.

Likidite yeterliliğine ulaşmış olmakla birlikte ürün çeşitliliği açısından sermaye piyasalarımız yeterli gelişim gösterememiştir. Bu anlamda biz sermaye piyasalarında çok daha fazla çeşitlilik ve ürün yelpazesinin geniş olduğu ortamları yaratmaya çalışıyoruz. Sermaye piyasaları dendiğinde finansal araçlarla birlikte, emtiaların menkul kıymetleştirilmesi çok önem kazanmakta. Dünyada gelişmiş piyasalara baktığımızda emtia ürünlerinin menkul kıymetleştirilerek borsalarda işlem görmesi ve varlık yönetimlerinde (portföy yönetimlerinde) buna hizmet edecek çok çeşitli ürün yelpazelerini sunmaları yoluyla büyüme sağlanmıştır. Türkiye'de de önümüzdeki dönemde bunu görmek istiyoruz ve bu doğrultuda çalışmalarımızı yapıyoruz.



Emin Çatana  
Takasbank Genel  
Müdürü

TKYD portföy yöneticisi arkadaşlarımızın mesleklerini sahiplenerek profesyonellik anlayışıyla sektöre değer kazandıran faaliyetlerde bulunmaktadır.

Biz de TKYD ile Takasbank olarak müştereken yaptığımız çalışmalar sonucunda SPK katılımıyla yeni projemiz olan elektronik fon platformu projemizi hayata geçirmek üzereyiz. Önümüzdeki yıl bu projemizi faaliyete sokmayı planlıyoruz.

Bugüne kadar olduğu gibi kurumsal yatırım sektörünün ihtiyacı olan enstrüman ve faaliyetleri karşılıklı işbirliği ile hayata geçirdik. Bundan sonra da bu işbirliğimizi devam ettireceğiz.

Kuruluşundan bu yana artan bir ivme ile faaliyetlerini sürdüren TKYD'nin sektöre değer katmaya devam edeceğine gönülden inanıyorum. Derneğe başarılar dilerim.



Işinsu Kestelli  
VOB Başkanı

Kurumsal yatırımcıları bir çatı altında toplayan TKYD, mesleki dayanışmanın sağlanması ve etik kuralların uygulanmasında önemli bir rol üstlenmekte, yasal otorite ile kurumsal yatırımcılar arasında ortak bir çözüm ve arayış zemini oluşturmaktadır. TKYD gerek finansal piyasa oyuncularına, gerekse yatırımcıları yatırım fonları ve diğer kolektif kurumsal yatırım araçları konusunda bilgilendirerek bilinç düzeyini yükseltmektedir.

Uluslararası alandaki gelişmelerin ülkemizde uygulanmasında da etkin rol oynayan TKYD'nin piyasalarımızın sağlıklı işlemesi ve derinleşmesi açısından önemli rolü bulunmaktadır. Bizler VOB olarak finansal piyasaların sağlıklı gelişmesine ürün çeşitliliğinin önemli olduğunu biliyoruz. Önümüzdeki yıllarda farklı finansal varlıklar ve çeşitli emtialar üzerine düzenlenmiş yeni vadeli işlem sözleşmelerini yatırımcılara sunmayı hedefliyoruz. Ayrıca opsiyon sözleşmeleri de önümüzdeki yıllarda alınıp satılmaya başlanacak. Kolektif yatırım araçları endüstrisinin gelişmesi ile VOB ve sektör arasındaki sinerji artarak devam edecektir.

# Yatırım Fonu Endüstrimiz ve TKYD Kronolojisi

**1986** • İlk yatırım fonu kuruldu (likit fon)

**1990-2000** • yılları yatırım fonlarının hızla geliştiği bir dönem oldu. Yatırım fonlarından sonra ilk yatırım ortaklığı, gayrimenkul yatırım ortaklığı ve girişim sermayesi yatırım ortaklığı, kuruluşları bu dönemde gerçekleşti

**1991** • Yatırım fonlarının ATM'lerden ilk satışı başladı

**1997** • İlk Portföy Yönetim Şirketi kuruldu

**1999 Ocak** • Yatırım fonu günlük fiyat ve portföy dağılımı verileri internet aracılığıyla kamuya açıldı

**1999 Temmuz** • İlk endeks yatırım fonunun katılma belgeleri halka arz edildi

**1999 Eylül** • KYD KURULDU (Türkiye ismini almadan önce Kuruluş ismi Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği )

**2000 Ocak** • İlk KYD endeksi olarak Fon Endeksi oluşturuldu ve sektör kullanımına sunuldu.

**2001 Eylül** • Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) kuruldu.

**2001 Ekim** • KYD I. Ulusal Yatırım Fonu Konferansı yapıldı. Zamanın Çalışma Bakanı birseysel emeklilik sistemi düzenlemesine ilişkin önemli açıklamaları bu konferansta yaptı

**2002 Şubat** • Emeklilik yatırım fonlarına ilişkin kanun yürürlüğe girdi

**2003 Eylül** • İlk emeklilik yatırım fonu kuruldu

**2004 Eylül** • İlk borsa yatırım fonu kuruldu

**2004 Haziran** • Dernek isminin başına Türkiye adını alarak Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği yani TKYD adını aldı

**2004 Haziran** • TKYD'nin EFAMA (European Fund and Asset Management Association- Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği) üyeliği onaylandı.

**2005 Haziran** • EFAMA Genel Kurulu TKYD evsahipliğinde İstanbul'da yapıldı

**2006 Kasım** • IIFA (International Investment Funds Association - Uluslararası Yatırım Fonları Birliği) 20.Genel Kurulu TKYD evsahipliğinde İstanbul'da gerçekleştirildi

**2007 Haziran** • TKYD 1.Arama Konferansı Antalya'da sektör ve SPK katılımı ile gerçekleştirildi – TKYD yol haritası

**2007 Ekim** • TKYD-İTO Portföy Yönetimi ve Kurumsal Yatırım Fırsatları Paneli yapıldı. Açılış konuşmasını SPK eski başkanı Turan Erol yaptı

**2007 Kasım** • İlk anapara korumalı fon halka arz edildi

**2008 Mart** • TKYD-KOÇ Üniversitesi işbirliğinde Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar –New Horizons in the Investment World uluslararası Konferansı (Serbest fonlar ve garantili fonlar) gerçekleşti

**2008 Mart** • SPK ilk serbest fonun kuruluşuna izin verdi

**2008 Nisan** • TKYD Kurumsal Yatırımcı dergimiz yayın hayatına başladı

**2008 Haziran** • TKYD 2. Arama Konferansı - Sektör temsilcileri ve kamu otoriteleri ile geniş katımlı olarak gerçekleştirildi

**2008 Ekim** • TKYD Funds World konferansı destekleyici kuruluşu oldu.

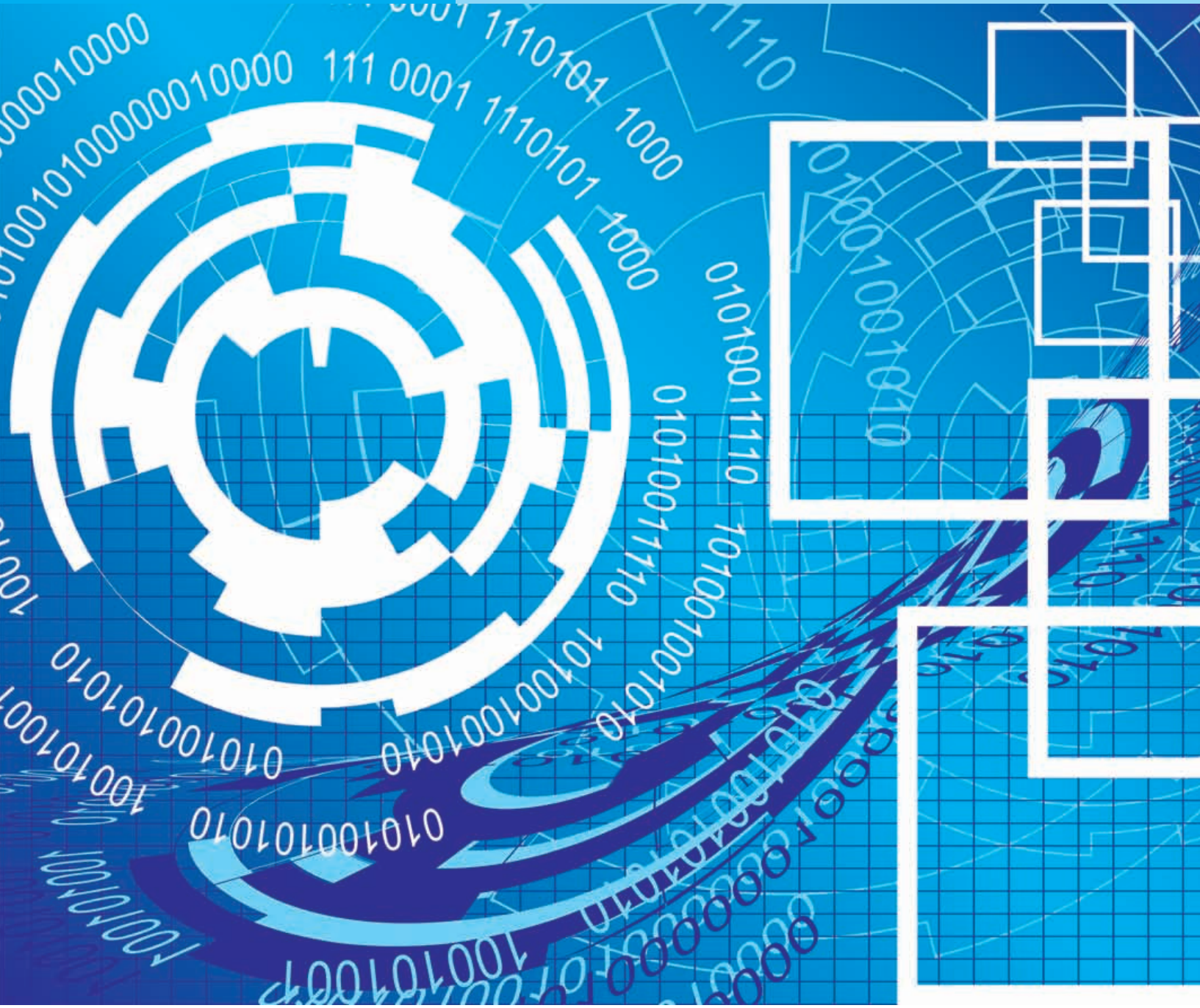
**2008 Ekim** • Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na ilişkin bilgilendirme toplantısı (PricewaterhouseCoopers işbirliği ile)

**2009 Mart** • Türk Borçlar Kanunu tasarısı bilgilendirme toplantısı

**2009 Mart-Nisan** • Devlet Bakanlığı ve DPT, SPK tarafından yürütülmekte olan İstanbul Finans Merkezi (İFM) komite çalışmalarına TKYD dahil edildi

**2009 Haziran** • TKYD Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi sektör toplantısı Portföy Yönetim Şirketleri ve Kamu Kurumları katılımlarıyla gerçekleştirildi

**2009 Eylül** • TKYD 10. kuruluş yıl dönümünü kutladı



## **Türk Yatırım Fonları Üzerine Bir Çalışma:**

Aktif Yönetilen A Tipi Fonların Yarattığı Değer ve  
Fonların Hayatta Kalanlara Bağlı Yanlılık Değerleri: (2000-2007)\*

## Bu çalışmada Türkiye'deki aktif yönetilen A Tipi yatırım fonlarının yatırımcılar için yarattığı değer, yönetilen fonların 2000-2007 yılları arasındaki performans ölçümleri yapılarak analiz edildi.

Performans ölçümlerinde IMKB-100'e ve çeşitli fon sınıfı endekslerine göre hesaplanan Jensen's Alpha ile birlikte ham getiriler de kullanılmıştır. Bu çalışmanın ayırıcı özelliği, performans ölçümünde kapanan ve değişen fonların da dikkate alınarak yaşayan fonlara bağlı yanlılık (survivorship bias) etkisinin düzeltilmiş olmasıdır.

Aktif yönetilen A Tipi fonların 2000 ile 2007 arasındaki 8 yıllık dönemde IMKB-100 ve çeşitli fon sınıfı endekslerine göre getirileri ve yarattıkları değer incelenirken ilk aşamada, kapanan ve değişen fonlar da dikkate alınarak tüm A Tipi Değişken, Hisse ve Karma fonları içeren bir data seti oluşturulmuştur. Pasif yönetilen fonlar ve özel fonlar veri setine alınmamıştır.

**Yatırım fonlarının hayatta kalma oranlarını gösteren** Şekil 1'deki grafik, 2000 yılında yaşayan fonların hayatta kalma oranının 8 yıllık araştırma dönemi sonunda %45 gibi oldukça düşük bir seviyeye ulaştığını göstermektedir. Düşüşün büyük kısmı ilk 3 yıl içinde olmuştur ve bu süre sonunda fonların hayatta kalma oranı %65 seviyesine inmektedir. Bu oranlar gelişmiş ülkelerdeki benzer oranlara göre çok düşüktür. Örneğin Elton, Gruber ve Blake, 1996'da ABD piyasaları için yaptıkları çalışmada 8 yıllık süre sonunda fonların hayatta kalma oranının %80'e ve 17 yıl sonunda da %65'e düştüğünü göstermişlerdir.

Şekil 2'de **araştırma dönemi boyunca yaşayan fonların sayısı** gösterilmektedir. Burada 2000 yılından önce finansal

varlık fiyatlarında yaşanan hızlı artışın da etkisiyle fon sayısının hızla arttığı, sonra da global kriz sonucunda 90 civarında stabilize olduğu görülmektedir. Aslında bu grafiği Tablo 1 ile birlikte yorumlamak gerekir.

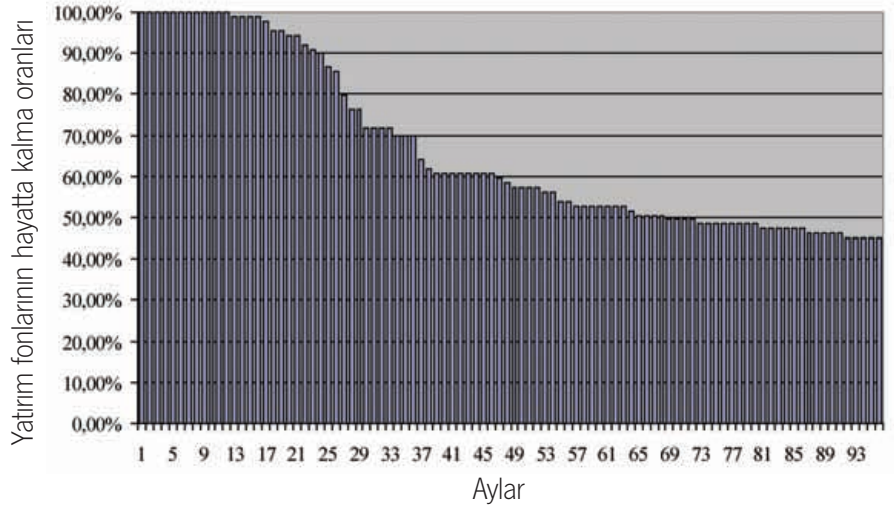
Tüm bu sonuçlar Türkiye'de yatırım



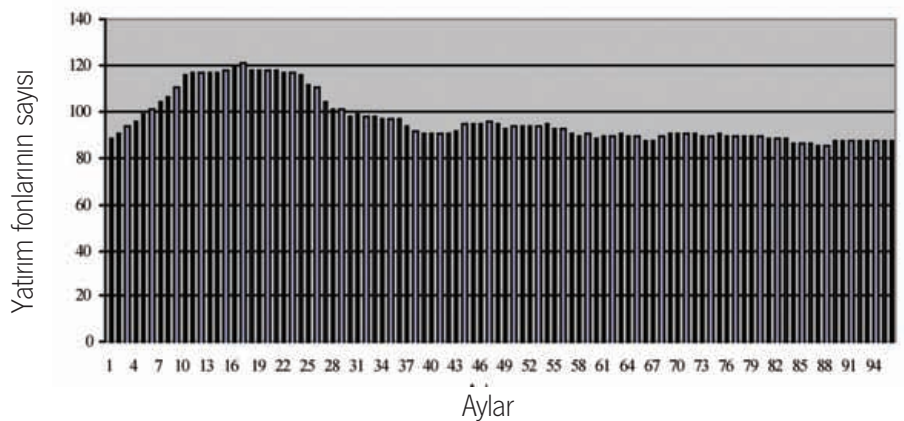
Dr. Elif Emirli Altuğ, CFA

Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.  
Hisse ve Karma Fonlar Bölüm Başkanı

Şekil 1. Yatırım fonlarının hayatta kalma oranı



Şekil 2. Yatırım fonlarının sayıları



Fon sayısı 90 civarında stabilize olmakla birlikte fonların aynı fonlar olmadığı, bazı fonlar kapanırken bazı yeni fonların da kurulduğu görülmektedir.

Tablo 1 Yıl Bazında Fon Sayısı, Yeni Fonlar ve Kapatılan Fonlar								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Yıl Başında	88	117	116	97	95	89	91	87
Yeni Fonlar	+29	+14	+9	+10	+5	+8	+6	+9
Kapanan Fonlar	0	-15	-28	-12	-11	-6	-10	-8
Yıl Sonunda	117	116	97	95	89	91	87	88

fonlarında hayatta kalana bağlı yanlılık (survivorship bias) etkisinin oldukça yüksek çıkacağı beklentisini ve bu nedenle tüm analizlerde bunun düzeltilmesi gerekliliğini ortaya koymuştur. Literatüre bakıldığında bu yanlılık değerlerinin yatırım fonları için ABD’de yılda %0.30-%0.80 arasında olduğu, hedge fonlarda ise bunun %2-2,5 lara çıktığı görülmüştür. Literatürde fon kapanmalarının sebebinin genellikle düşük performans olduğu gösterilmektedir.

Hayatta kalana bağlı yanlılık değerleri düzeltilmiş bu veri seti kullanılarak, fonların ve fon sınıfı portföylerinin Jensen’s Alfa değerleri incelenerek fonların IMKB-100 ve çeşitli fon sınıfı endekslerine göre değer yaratıp yaratmadıkları incelenmiştir. Aynı zamanda hem tekil fonların hem de fon sınıfı portföylerinin ham getirileri ve Jensen’s Alfa değerleri kullanılarak ayrı ayrı yaşayan fonlara bağlı yanlılık rakamları hesaplanmıştır. Çalışmanın tümünde, yanlılığı düzeltilmiş ve düzeltilmemiş veri setleri karşılaştırılmalı olarak kullanılmıştır.

Öncelikle yıllık fon ham getirilerine bakıldığında, yanlılık değerlerinin değişken fon net ve brüt getirileri için sırasıyla %1,46 ve %0,23, hisse fon net ve brüt getirileri için %6,58 ve %6,45 ve karma fon brüt ve net getirileri için %2,99 ve %1,62 olduğu görülmüştür. Kısacası yanlılığı düzeltilmemiş veri setlerinin sırasıyla net ve brüt ham getirileri yukarıda açıklanan miktarlar kadar yüksek görünmektedir. Aslında kapanan/değişen fonların net getirilerinin diğerlerinden daha düşük olması literatürde kapanma/değişimin bir ne-

deni olarak gösterilmektedir.

Daha sonra, fon sınıfı portföylerinin hem eşit, hem de fon büyüklüğüyle ağırlıklandırılmış ham getirilerinde hayatta kalana bağlı yanlılık incelemesi yapılmıştır. Burada, yanlılık değerlerinin değişken fon sınıfı eşit ağırlıklı portföy net ve brüt getirileri için sırasıyla %0,71 ve %0,51, hisse fon net ve brüt getirileri için %0,77 ve %0,68 ve karma fon brüt ve net getirileri için %1,27 ve %1,09 olduğu görülmüştür. Fon büyüklüğü ile ağırlıklandırılmış fon sınıfı portföyü getirilerinde ise yanlılık değerlerinin hisse fon portföyleri için %1,98-%2,07 iken, değişken ve karma fon portföyleri için negatif olduğu görülmüştür. Bunun sebebi, kapanan/değişen büyük değişken ve karma fonların getirilerinin ortalama fon sınıfı getirisinin üzerinde olmasıdır. Bu tür büyük fonların muhtemel kapanma ve değişim sebepleri de performans değil, kategori değişimlerinin yeni fon kurmaya göre geçmiş yıllarda maliyet avantajı sağlıyor olması veya şirket devir birleşmeleri gibi kurumsal aktiviteler olmaktadır. Kısacası hisse fonlarla, küçük değişken ve karma fonlar için düşük performans kapanma/kategori değiştirme sebebi olmakta ancak, bu büyük değişken ve karma fonlar için geçerli olmamaktadır.

Yönetim giderlerine bakıldığında ise benzer şekilde, eşit ağırlıklandırılmış fon portföylerinde de yönetim giderlerinin kaybolan fonlar için daha yüksek olduğu kaydedilmiştir. Yani ilk bakışta ortalamada yönetim ücreti yüksekliği fonların kapanma/değişme sebebi

olabilir gibi görünmektedir. Ancak fon büyüklüğüyle ağırlıklandırılmış fon sınıfı portföylerinde ise sadece değişken fonlarda kaybolan fonların yönetim giderlerinin daha yüksek olduğu görülmüştür. Buradan genel anlamda yokolan büyük değişken fonların, ağırlıklı ortalama değişken fon yönetim giderine göre daha yüksek yönetim giderine sahip olduğu, yokolan büyük karma ve hisse fonlarda ise yönetim giderlerinin ağırlıklandırılmış portföy yönetim giderinden daha düşük olduğu görülmüştür.

“*Sonuçlar Türkiye’de yatırım fonlarında hayatta kalana bağlı yanlılık (survivorship bias) etkisinin oldukça yüksek çıkacağı beklentisini ve bu nedenle tüm analizlerde bunun düzeltilmesi gerekliliğini ortaya koymuştur.*”

Fakat yok olan büyük değişken fonların net getirisi, zaten tüm fon portföylerinin ağırlıklı ortalama getirisinden yüksektir. Küçük değişken fonların da yönetim ücreti göreceli olarak daha düşüktür. Yani yönetim ücreti yüksekliği değişken fonlar için bir kaybolma/değişme sebebi değildir. Küçük karma ve hisse fonların yönetim ücreti büyüklere göre bir miktar daha yüksek olsa da, fark yüksek değildir.

Buradan yapabileceğimiz çıkarım, hisse fonlarla küçük değişken ve karma fonların kapanma/değişiminin ana sebebinin düşük performans olduğu, fonların göreceli yönetim ücretinin küçük karma ve hisse fonlar için biraz daha yüksek olsa da genel anlamda





““ *Hisse fonlarla, küçük değişken ve karma fonlar için düşük performans kapanma/kategori değiştirme sebebi olmakta ancak, bu büyük değişken ve karma fonlar için geçerli olmamaktadır.* ””

fonlar için ayırtedici bir kapanma/değişme sebebi olmadığıdır. Kaybolan fonlar arasında düşük performans istisna, büyük piyasa değerli değişken ve karma fonlardır, zira performansları iyi olduğu halde kapanmakta veya değişmektedirler. Bunun haricinde hisse fonların tümünde ve küçük piyasa değerli değişken ve karma fonlarda düşük performansın kapanma sebebi olabileceği düşünülmektedir. Buradan çıkan sonuç, değişken fon sınıfının %30 luk bant sınırlaması gibi çeşitli kısıtlar nedeniyle değişken veya esnek olamadığı, bunu başarabilmek için kategori değiştirmek zorunda kaldığıdır. Bu sonuç da, sektörün yeni fon sınıflandırmasına duyduğu ihtiyacı doğrulamaktadır. Bu konuda, TKYD'nin kurumsal yatırımcıların katılımıyla ilgili çalışma grubu tarafından hazırlanan yeni bir sınıflandırma teklifi bulunmaktadır. Yeni sınıflandırma sonrası fonların hayatta kalma oranlarının artacağı düşünülmektedir.

Ham getirilerin yanı sıra, riske göre düzeltilmiş getiriler (Jensen's Alpha) de kullanılarak fonların yarattıkları değer

ve hayatta kalana bağlı yanlılık değerleri ölçülmeye çalışılmıştır. Riske göre düzeltme yaparken hem fon sınıfı endeksleri, hem de IMKB-100 endeksi kullanılmıştır. Fon sınıfı endeksleriyle net getiriler, IMKB-100 endeksleriyle ise brüt getiriler kullanılmıştır. Net getirilerde fon bazında pozitif değer yaratan fonlar varolmakla birlikte fon sınıfı

genelinde pozitif değer yaratılmadığı görülmüştür. Değer yaratmaya en yakın fon sınıfının %-1,84 ile hisse fonlar olduğu görülmüştür. Ham getirilerde olduğu gibi riske göre düzeltilmiş getirilerde de yüksek yanlılık değerlerine rastlanmıştır. Riske göre düzeltme yapıldığında farklı olarak hisse fonların en yüksek değil, en düşük yanlılığa sahip olduğu görülmüştür. Getiri hesaplamalarında yokolan fonların hesaba katılmamasının yanıltıcı sonuçlar yaratacağını ancak bunun değişken ve karma fon sınıflarında daha önemli olduğunu söyleyebiliriz. Elde edilen bulgular aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Fon Sınıfı Tipi Endeks	Net Getiri Fon Sınıfı Endeksleri	Brüt Getiri IMKB-100
<b>Değişken Fon Sınıfı</b>		
Alfa-Ortalama	-5,09%	-4,02%
Alfa-Yaşayan Fonlar	-1,60%	-1,29%
Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık	3,49%	2,73%
<b>Hisse Fon Sınıfı</b>		
Alfa-Ortalama	-1,84%	-2,86%
Alfa-Yaşayan Fonlar	-0,58%	-1,32%
Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık	1,26%	1,53%
<b>Karma Fon Sınıfı</b>		
Alfa-Ortalama	-4,58%	-6,06%
Alfa-Yaşayan Fonlar	-1,16%	-0,87%
Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık	3,42%	5,19%

Tablo 3'te ise fon sınıfı getirilerinin riske göre düzeltilmiş (Jensen's Alpha) getirileri kullanılarak fonların yarattıkları değer ve hayatta kalana bağlı yanlılık değerleri ölçülmeye çalışılmıştır. Fon sınıfı portföyleri için yine eşit ağırlıklı ve piyasa değeri ağırlıklı portföyler oluşturulmuştur. Fon endeksleri ve net portföy getirilerinin kullanıldığı analizlerde piyasa değeri ağırlıklı hisse ve karma fon sınıfı portföylerinin sırasıyla %0,08 ve %0,03 değerleri ile çok küçükde olsa pozitif alfa yarattığı görülmüştür. Buradan büyük piyasa değerli hisse ve karma fonların diğer fonlara göre değer yaratmaya daha yakın olduğu sonucuna varabiliriz. Eğer yok olan fonlara ilişkin düzeltmeler yapılmıyorsa, ağırlıklandırılmış hisse fon portföylerinin %1,29 ve karma fon portföylerinin de %0,86 olmak

üzere yanlılığı düzeltilmemiş (biased) bir şekilde pozitif alfa değerlerine sahip olduğu sonucu çıkacaktır.

İMKB-100 endeksi ve brüt portföy getirileri kullanıldığında ise ağırlıklandırılmış hisse ve karma fon portföylerinin sırasıyla % -0,39 ve % -0,74 alfa değerlerine sahip olduğu görülmüştür. Burada brüt getiriler elde edilirken sadece yönetim ücretleri düşülmüştür. Hisse senedi alım-satım komisyonları da düzeltilerek alternatif çalışma yapılması amaçlanmış, ancak her fon için ilgili sağlıklı dataya ulaşamaması nedeniyle bu gerçekleştirilememiştir. Ancak fon bazında oldukça yüksek alım-satım masraflarına rastlandığı için bu maliyetlerin de düzeltilmesiyle özellikle hisse ve karma fonlar için pozitif alfa değerlerine ulaşılacağı tahmin edil-

mektedir. Ayrıca, çalışma dönemi (2000-2007) portföy yönetimi işinin Türkiye'de giderek daha organize yapılmaya başladığı, yönetim ücretleri ve işlem komisyonlarının ilgili fonlar için kademeli olarak azaltıldığı yani değer yaratma konusunda ileriye dönük pozitif adımlar atılmaya başladığı bir dönem olmuştur. Bu faktörler, ilerideki yıllarda portföy yönetimi sektörü genelinde değer yaratılması potansiyeli konusunda ümit vericidir. Yine de sadece bu faktörler kendi başına anlam taşımaz, değer yaratma ve yoketmenin en önemli belirleyicisi, her zaman fonun yönetim şekli ve fon yöneticisinin performansı olacaktır. Bu anlamda yatırımcıların yatırım yaptıkları fonu iyi tanımasını, maliyetleri ve performansı sorgulamaları önümüzdeki yıllarda daha önemli hale gelecektir.

**Tablo 3 Fon Sınıflarının Jensen's Alpha Değerleri ve Yanlılık Hesaplamaları**

Getiri Türü	Net Getiri	Brüt Getiri
Endeks/ Fon Sınıfı Portföyü Tipi	Fon Sınıfı Endeksleri	İMKB-100
<b>Değişken Fon Sınıfı Portföyü-EA</b>		
Alfa-Ortalama	-5.28%	-2.41%
Alfa-Yaşayan Fonlar	-4.23%	-1.61%
Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık	1.05%	0.80%
<b>Değişken Fon Sınıfı Portföyü-PDA</b>		
Alfa-Ortalama	-4.84%	-2.42%
Alfa-Yaşayan Fonlar	-6.50%	-4.19%
Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık	-1.66%	-1.77%
<b>Hisse Fon Sınıfı Portföyü-EA</b>		
Alfa-Ortalama	-1.21%	-1.68%
Alfa-Yaşayan Fonlar	-0.66%	-1.23%
Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık	0.56%	0.45%
<b>Hisse Fon Sınıfı Portföyü-PDA</b>		
Alfa-Ortalama	0.08%	-0.39%
Alfa-Yaşayan Fonlar	1.29%	0.86%
Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık	1.22%	1.25%
<b>Karma Fon Sınıfı Portföyü-EA</b>		
Alfa-Ortalama	-2.67%	-2.50%
Alfa-Yaşayan Fonlar	-1.26%	-1.32%
Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık	1.41%	1.19%
<b>Karma Fon Sınıfı Portföyü-PDA</b>		
Alfa-Ortalama	0.03%	-0.74%
Alfa-Yaşayan Fonlar	0.60%	-0.77%
Hayatta Kalana Bağlı Yanlılık	0.58%	-0.03%

Sonuç olarak 2000-2007 yılları arasında aktif yönetilen A tipi fonlarda büyük oranda kapanma ve kategori değişimleri yaşandığı ve bu değişimlerin fon sınıflarının ham ve riske göre düzeltilmiş getirilerini önemli ölçüde etkileyerek yüksek hayatta kalana bağlı yanlılık (survivorship bias) değerleri oluşturduğu görülmüştür. Bunun temel sebebinin tüm hisse fonlar ve küçük değişken ve karma fonlar için düşük performans, büyük değişken ve karma fonlar için ise mevcut fon sınıflandırmasının yetersiz oluşu ve daha sonradan uygulamaya konulan %30 luk bant sınırlamasının da esnek olması hedeflenen bu fon kategorilerinin hareket kabiliyetini elinden alması olduğu düşünülmektedir. Bu sonuçlar genel anlamda çıkarılan sonuçlar olup herhangi bir şekilde fon bazında alınmamalıdır. Değer yaratma anlamında ise, bireysel olarak değer yaratan fonlar olmakla birlikte fon sınıfı bazında ortalamalarda pozitif değere rastlanmazken, fon sınıfı portföylerine bakıldığında ise, fon endeksleri ile net portföy getirilerinin kullanıldığı analizlerde piyasa değeri ağırlıklı hisse ve karma fon sınıfı portföylerinin çok küçük pozitif alfa değerlerine sahip olduğu görülmüştür.

# Yatırım fonları ülkemiz için neden önemli?

Ülkemizde sermaye birikiminin kurumsal yatırımcılar bünyesinde çoğalmasını sağlamak amacıyla yatırım fonları endüstrisini büyütmemiz son derece önemlidir.

**G**elişmiş ülkeler ekonomilerinin güçlerini, bireylerin tasarruf büyüklüklerinden almaktadır. Bu ülkeler son yıllarda en büyük desteklerini kurumsal yatırımcılara vermiştir. Bir başka deyişle kanun koyucular ve kamu otoriteleri, bireysel tasarrufların yatırım ve emeklilik fonları vasıtasıyla yatırımlara yönlendirilmesini özendirilmiş, bunun için gerekli olan insiyatifleri almıştır. Ülkemizde bireysel emeklilik sistemi kendine özgü yasası, mevzuatı ve vergisel avantajları ile iyi bir konuma gelmiştir. Böylece kurulduğu günden bugüne altı yıl içerisinde sistemin doğru kurgulanmış olan altyapısı ve emeklilik fonlarının göstermiş oldukları yüksek performans sayesinde yaklaşık iki milyon yatırımcı sisteme katılım sağlamış ve bu süreçte emeklilik fonlarında biriken tutar 8,5 milyar TL'yi bulmuştur.

Öte yandan yatırım fonları endüstrisi için olumlu bir süreç henüz yakalanamamıştır. Mevcut yapısıyla endüstrinin gelişiminde çeşitli zorluklar bulunmaktadır. Ülkemizde sermaye birikiminin kurumsal yatırımcılar bünyesinde çoğalmasını sağlamak amacıyla yatırım fonları endüs-

trisini büyütmemiz son derece önemlidir. İstanbul'un finans merkezi olma vizyonunun gerçekleştirilmesi için de gerekli olacak insiyatiflerin en kritik olanları,

- Aynı bireysel emeklilik sisteminde olduğu gibi yatırım fonlarının kendine özgü bir yasasının olması,
- Yatırım fonları vasıtasıyla yapılan yatırımların vergisel açıdan özendirilmesi,
- Yabancı para cinsinden fiyat açıklayan yatırım fonlarının kurulabilmesidir.

Bugün Türk sermaye piyasaları değişim sürecinden geçmektedir. Faiz oranları son derece düşük seviyelere gelmiştir. Bireysel tasarruf sahipleri mevcut piyasa koşulları altında yatırımlarını verimli alanlara yönlendirmek konusunda zorluk çekmektedirler. Bugünkü ortamda yatırım fonları söz konusu yatırımların uzun vadede rasyonel değerlendirilmesi için en önemli yatırım araçları olmalıdır. Gelişmiş ülkelerde durum böyledir. Söz konusu ülkeler, yatırım fonlarının önemini 80'li yılların başında anlamaya başlamış ve bugünkü yapılarına ulaşmak için önemli adımlar atmışlardır. Aşağıdaki tabloda 2008 yılı sonunda ge-



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

lişmiş ülkelerin yatırım fonu büyüklüklerinin gayrisafi yurtiçi hasıllarından aldıkları paylar gösterilmektedir. Bu tablo dışında ayrıca Lüksemburg ve İrlanda, yatırım fonlarının kurulu olduğu fon merkezleridir. Bu iki ülkede toplam yatırım fonu büyüklüğü aynı tarih itibarıyla 2,6 trilyon Euro'dur. Avrupa Bölgesinde birçok gelişmiş ülkede satılan fonlar, söz konusu iki ülkede kurulmaktadır. Örnek vermek gerekirse Almanya'da satılan yatırım fonlarının %80'inin Lüksemburg'ta kurulduğu

31/12/2008 Ülkeler	GSYİH / Yatırım Fonu Büyüklüğü
Avustralya	83,0%
Amerika	66,5%
Fransa	55,5%
İsviçre	33,2%
Brezilya	30,5%
Kanada	27,8%
Belçika	20,8%
İngiltere	19,7%
İspanya	16,9%
İtalya	11,5%
Hollanda	9,7%
Almanya	6,5%
Türkiye	2,2%

bilinmektedir. Öte yandan gelişmiş ülkeler ile karşılaştırıldığında ülkemizde bu oran %2,2 seviyesi ile son derece düşüktür.

Ülkemizde kurumsal yatırımcıların temsilcisi olan Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD), gelişmiş ülkelerin gerçekleştirmiş olduğu gibi bireysel tasarrufların yatırım fonları vasıtasıyla yatırıma yönlendirilmesinin, ülkemiz kurumsal sermayesinin gelişmesinde ve büyütülmesinde son derece önemli olacağına inanmaktadır. Bu maksatla bu yazıda neden yatırım fonlarının ülke ekonomisi ve sermaye piyasaları için kritik öneme sahip olduğu anlatılmaktadır.

## 1- Kamu Borçlanması üzerine olası etkileri

### • Borçlanma faizlerinin gerilemesi

Tasarruf sahiplerinin, devlet tahvili ve hazine bonolarına yatırım yapan Tahvil ve Bono Yatırım Fonlarına yönelmesi, söz konusu yatırım fonlarının hızla büyümesine neden olacaktır. Bu şekilde hazine ihalelerine yatırım fonlarında gelen talep artacak, bu durum faiz oranlarının düşmesine ve kamu borçlanma mali-

yetlerinin gerilemesine neden olacaktır. Böylece hazine ihalelerinin en büyük alıcılarından birisi, düzenli ve istikrarlı bir şekilde talebini her dönemde ileticek yatırım fonları olacaktır.

### • Borçlanma vadelerinin uzatılması

Kamu borç stokunun GSYİH'na oranı Avrupa Birliği Maastricht kriterlerinin de altına gerilemiştir. Burada önemli olan konu, kamu borç stokunun ya da borçlanma maliyetlerinin yüksekliğinden çok borçlanma vadelerinin kısa olmasıdır. Bu sebeple Tahvil ve Bono Yatırım Fonlarının büyümesiyle, hazinenin borçlanma vadeleri uzayacak ve borçlanma programlarında hedefler daha kolay ve istikrarlı bir şekilde tutturulacaktır.

### • Kamu Borç Stokunun düşürülmesi

Yatırım fonlarının talebiyle borçlanma faizlerinin gerilemesi ve borçlanma vadelerinin uzaması neticesinde kamunun borçlanma gereği azalacak ve kamu borç stokunun GSYİH oranı gerileyecektir.

## 2- Kamu Maliyesi üzerine olası etkileri

Bilindiği gibi faiz giderleri, bütçe harcamaları içerisinde önemli bir yer almaktadır. Kamunun borçlanma maliyetlerinin gerilemesi, vadelerinin uzaması ve sonucunda kamu borç stokunun düşmesinin kamu maliyesi ve bütçesi üzerinde son derece olumlu etkisi olacaktır.

## 3- Sermaye Piyasaları üzerine olası etkileri

### • Sermaye piyasalarının gelişmesi

Bir ülke ekonomisinin büyümesi, kalkınması ve sonucunda hanehal-

“*Ülkemizde sermaye piyasaları gelişim sürecindedir. İstikrarlı ekonomilerde reel sektör şirketleri finansman ihtiyaçlarını sermaye piyasalarından karşılamaktadır. Söz konusu piyasalara kaynak sağlayacak en önemli kurumlar ise yatırım fonlarıdır.*”

kının zenginleşmesi açısından sermaye piyasalarının rolü büyüktür. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerin, dünya ekonomileri üzerindeki etkileri çok daha fazladır. Ülkemizde sermaye piyasaları gelişim sürecindedir. İstikrarlı ekonomilerde reel sektör şirketleri finansman ihtiyaçlarını sermaye piyasalarından karşılamaktadır. Söz konusu piyasalara kaynak sağlayacak en önemli kurumlar ise yatırım fonlarıdır.

### Yatırım fonları endüstrisi büyüdükçe;

> Finansman ihtiyacı içerisinde olan özel ve kamu sektör firmaları kendi borçlanma araçlarını ihraç edebileceklerdir.

> Halka açık olmayan küçük ve orta boy işletmeler sermaye ihtiyaçlarını, yatırım fonlarından karşılayacaklardır.

> Kamu alt yapı yatırımları, yatırım fonları vasıtasıyla finanse edilecektir.

> Özelleştirmelerde en büyük alıcı Türk halkının yatırım yaptığı yatırım fonları olacaktır.

> Yatırım fonları, türev ve vadeli pi-

yasaların gelişimine katkı sağlayacaklardır.

> Sermaye piyasalarında finansal ürünlerin gelişmesi ve çeşitlendirilmesi mümkün olacaktır.

#### • Sermaye piyasalarının derinleşmesi ve etkinleşmesi

Bireysel tasarrufların yatırım fonları vasıtasıyla yatırıma yönlendirilmesi ile sermaye piyasaları derinleşecek ve etkinleşecektir. Bu yolla çok daha fazla tasarruf, sermaye piyasalarına akacak ve finansman ihtiyacı olan kurumlar, ihtiyaçlarını bu piyasalardan karşılayacaklardır. Özellikle piyasalarda dalgalanmaların arttığı dönemlerde, yatırım fonları likiditeyi, istikrarı ve güveni sağlayan finansal kurumlar olacaktır. Böylece hisse senedi fiyatlarında, faiz oranlarında ve döviz kurlarında yaşanacak değişimlerin daha düşük oranlarda gerçekleşmesi sağlanacak, dalgalanmaların yarattığı belirsizlik ortamı uzun sürmeyecektir. Bu şekilde finansal piyasalarda yaratılan öngörü eksikliğinin, reel sektöre dolayısıyla ekonomiye etkisi kısa süreli ve sınırlı olacaktır.

#### 4- Milli ekonomi üzerine olası etkileri

##### • Düşen faizlerin ekonomik büyümeyi yükseltmesi

Sermaye piyasalarında yaratılan

güven ve istikrar ortamı, faiz oranlarının gerilemesine neden olacaktır. Yatırım fonları, bu süreci sağlayan ve destekleyen en önemli aktörlerdir. Faiz oranlarında gerileme, reel sektör firmaların daha düşük maliyetler ile kaynak bulmasını sağlayacaktır. Yatırımların artması, üretim ve istihdamı da yükseltecektir. Tüm bu faktörlerin ekonomik büyüme üzerinde olumlu katkıları olacaktır.

##### • Ekonomik istikrarın sürdürülebilir hale gelmesi

Düşen faiz oranları ve piyasalarda dalgalanma boyutunun azalması, ekonomilerde öngörülerini artıracaktır. Bu durum reel sektör firmalarının, faaliyet konuları ile ilgili yaşadıkları belirsizliklerin azalmasına neden olacaktır. Özellikle vadeli piyasaların gelişmesi ile döviz kurları ve emtia fiyatlarındaki değişimler daha öngörülebilir olacaktır. Dolayısıyla özel ve kamu sektör şirketleri fiyatlamalarını gerçekleştirirken, geçmişe göre daha az oranda risklere maruz kalacaklar ve karlılıklarını sürdürülebilir hale getireceklerdir.

#### 5- Milli sermaye tabanının gelişmesi ve büyümesi üzerine olası etkileri

##### • Kurumsal sermayenin birikmesi

Bireysel tasarrufların yatırım fonları bünyesinde toplanması, milli ser-

maye tabanının gelişmesi ve büyümesinde en önemli inisiyatif olacaktır. Yatırım fonları bünyesinde yaratılan sermaye birikiminin rasyonel şekilde verimli alanlarda değerlendirilmesi son derece önemlidir. Aynı gelişmiş ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de bağımsız ve konusunda uzmanlaşmış profesyonel kurumlar bu süreçte görev almaktadırlar.

“ Yatırım fonlarının talebiyle borçlanma faizlerinin gerilemesi ve borçlanma vadelerinin uzaması neticesinde kamunun borçlanma gereği azalacak ve kamu borç stokunun GSYİH oranı gerileyecektir. ”

##### • Tasarruf bilincinin geliştirilmesi

Tasarrufların yatırım fonları vasıtasıyla yatırıma yönlendirilmesi, tasarruf bilincini geliştirecektir. Düzenli ödemeler ile yapılacak katkılar, tasarruf alışkanlığının kazanılmasını sağlayacaktır. Öte yandan yatırımcılar, daha bilinçli ve doğru tercihlerde bulunacaklardır. Yatırım fonları, şeffaf ürünler olarak tasarruflarının gelişimi konusunda yatırımcılarına, çok daha yakından bilgi paylaşımını sağlayacaktır. Bu süreç yatırımcıların bilinçlenmesine, dolayısıyla ülkemiz sermaye birikiminin verimli şekilde değerlendirilmesine imkan tanımaktadır.



# Varant

2000’li yılların başından itibaren dünyada kullanımı her geçen gün artan Varantların ülkemizde de kullanım olanağı bulabilmesi açısından Sermaye Piyasası Kurulu gerekli çalışmaları tamamlayarak bir tebliğ hazırlamıştır. Varantların İMKB’de işlem görmesi planlanıyor.

**V**arant, belirli kriterlere sahip finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilen türev ürün formunda dizayn edilmiş opsiyon benzeri menkul kıymettir. Dünyada yaygın olarak kullanılan varantlar ihraççı kuruluşlar tarafından farklı dayanak varlık bazında ve farklı vadelerde çıkarılarak finansal piyasalarda işlem görürler. Opsiyon benzeri bir ürün olmasına rağmen vadeli işlem borsaları yerine genel olarak menkul kıymetler borsalarında işlem görürler.

## TANIM

Varant, elinde bulunduran kişiye dayanak varlığı ya da göstereyi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihe kadar alma ya da satma hakkı veren ve bu hakkın kaydı teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğinde sermaye piyasası aracıdır.

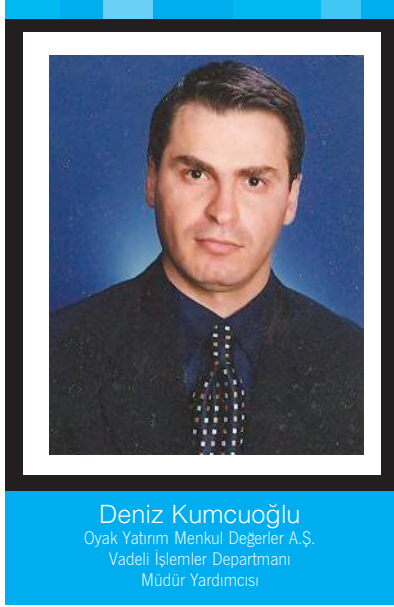
Varantlar belirli bir dayanak varlığa göre çıkarılırlar. Bu dayanak varlık hisse senedi, döviz, emtia gibi enstrümanlar olabilir. Varant, elinde bulunduran kişiye alma ya da satma hakkı verir ancak bir yükümlülük ge-

tirmez. Varantlar organize piyasalarda işlem görürler. Yaygın olarak kullanılan takas T+3’dür. Uygulamada sadece Covered (Korumalı Pozisyon) varantlar işlem görürken, teminat tamamlama (Margin Call) uygulaması bulunmamaktadır.

Temel anlamda varantlar sağladıkları hakka göre ikiye ayrılırlar: Call (Alım) varantları ve Put (Satım) varantları.

Call (Alım) varant, elinde bulunduran kişiye dayanak varlığı belirli bir vadede alım hakkı verir.

Put (Satım) varant ise elinde bulun-



**Deniz Kumcuoğlu**  
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Vadeli İşlemler Departmanı  
Müdür Yardımcısı

duran kişiye dayanak varlığı belirli bir vadede satma hakkı verir. Varantlarda kullanım zamanlarına göre ise Avrupa ve Amerika türü olarak bir ayırım söz konusudur. Uygulamada genel olarak Avrupa tipi varantlar işlem görmektedir. Avrupa tipi varantlarda; varant sahibi alma ya da satma hakkını sadece varantın vade sonunda kullanabilir. Amerika tipi varantlarda ise varant sahibi alma ya da satma hakkını vadeye kadar herhangi bir zamanda kullanma hakkına sahiptir.

## VARANTLARLA İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

**Dayanak Varlık:** Varantın fiyatı dayanak varlığının fiyatına göre değişim gösterir. Dayanak varlık bir hisse senedi endeksi ya da hisse senedi gibi diğer finansal enstrümanlardan biri olabilir.

**Kullanım Fiyatı:** Önceden belirlenen tarihte yani varantın vadesinde geçerli olacak kullanım fiyatıdır. Varantın vade sonundaki kullanım fiyatı ile dayanak varlığın vade tarihindeki cari değerine göre varant asli değerli, asli değersiz ya da başa baş değerli olabilir.

**Asli Değerli Varant:** Call varantta

eğer dayanak varlığın piyasa fiyatı varantın kullanım fiyatından yüksek ise varant asli değerlidir.

Put varantta dayanak varlığın cari fiyatı varantın fiyatından düşük ise asli değerlidir.

**Asli Değersiz Varant:** Call varantta eğer dayanak varlığın piyasa fiyatı varantın kullanım fiyatından düşük ise asli değersizdir.

Put varantta dayanak varlığın cari fiyatı varantın fiyatından yüksek ise asli değersizdir.

Call ya da Put varantın dayanak varlık cari fiyatı ile varant fiyatı eşit ise varant başa baş değerlidir.

**Vade:** Varantlar belirli bir vadeye göre çıkarılırlar. Genel olarak vade, 3 ay ile 5 yıl arasında olabilir. En çok 6 ve 12 ay vadeli olan varantlar kullanılır.

**Prim:** Varantı satın alırken ödenen tutardır.

**Ratio (Multiplier):** Bir adet varantın kaç adet dayanak varlığa tekabül ettiğini gösteren çarpandır. Örneğin %10 çarpan ile ihraç edilmiş bir varanttan 10 adeti bir tane dayanak varlığa denk düşer.

**Minimum Fiyat Adımı:** Varantın kotasyon girilebilecek minimum fiyat dilimlerini ifade eder.

**Uzlaşma Şekli:** Varant sahibi vade sonunda alma ya da satma hakkını kullanırsa ne şekilde uzlaşma yapılabileceği önceden belirlenmiştir. Vade sonunda uzlaşma, nakdi uzlaşma ile olabileceği gibi dayanak varlığın fiziki teslimi ile de yapılabilir. Yaygın olarak Nakdi Uzlaşma yöntemi kullanılmaktadır.

**Long - Short (Uzun-Kısa) Pozisyon:** Gerek call varantta gerekse put varantta; varantı alan taraf her zaman long pozisyonundadır. Varantta short pozisyonunda olan taraf ise varantın ihraççısıdır.

**Gearing Rasyosu:** Dayanak varlığın fiyatı ile varantın fiyatının rasyosudur.

## VARANTLARIN AVANTAJLARI

**1. Spot portföyü hedge (riskten korunma) edebilme imkanı**

**2. Sınırlı Zarar, Sınırsız Kazanç İmkânı (Kaldıraç)**

Zarar edilecek miktar, varantın fiyatı ile sınırlıdır.

Örnek:

Spot piyasada ABC hisseleri üzerine varantların işlem gördüğünü düşünelim. Bir aracı kuruluşun ABC şirketi üzerine alma hakkı veren (Call) varant ihraç ettiğini düşünelim.

ABC hisse senedinin spot piyasa işlem fiyatı 25 TL

ABC senedi üzerine varantın kullanım fiyatı 26 TL

Varantın fiyatı ise 3 TL.

Yatırımcının maliyeti 29

TL(26+3)'dir. Eğer fiyat bu seviyenin üzerine çıkar ise yatırımcı Alım hakkını kullanır.

Yatırımcı 3 TL'den 1.000 adet Call varantı satın alıyor. Toplam 3.000 TL (3\*1.000) ödüyor.

ABC hisse senedinin fiyatı vade tarihine kadar 30 TL'ye çıkıyor. (Hiçbir anda 29 TL'nin üzerine çıkmaması halinde (26+3 TL), yatırımcı bu hakkını kullanmayacaktır.) Yatırımcının zararı ise sadece varanta ödediği tutar olan (3\*1.000=3.000 TL) ile sınırlıdır.

Bu varantın dayanak varlığı olan ABC hisse senedinin spot fiyatının

**“Dünyada yaygın olarak kullanılan varantlar ihraççı kuruluşlar tarafından farklı dayanak varlık bazında ve farklı vadelerde çıkarılarak finansal piyasalarda işlem görürler. Opsiyon benzeri bir ürün olmasına rağmen vadeli işlem borsaları yerine genel olarak menkul kıymetler borsalarında işlem görürler.”**

32 TL'ye, varantın fiyatı da 6 TL'ye çıkmış olsun.

Bu durumda ABC hisse senedinin fiyatında %20 artış (25 TL'den 30 TL'ye) gerçekleşirken, varantın fiyatında ise %100 (3 TL'den 6 TL'ye) artış olmuştur.

Eğer fiyat yükselmemiş olsaydı yatırımcının zararı 3.000 TL ile sınırlı iken, sınırsız fiyat yükselmesi durumunda ise sınırsız bir kazanç sağlanmış olabilir.

### **Hem düşen hem de yükselen piyasalarda kazanç elde etme imkanı:**

Dayanak varlığı satın alma hakkı veren varantlar (Call), yükselen piyasalarda kazanç elde etme olanağı sunarken, satma hakkı veren varantlar (put), düşen piyasalarda kazanç elde etme imkanı sunmaktadır.

### **Likidite:**

Özellikle finansal varantlar, şirket varantlarına nazaran daha likit sermaye piyasası araçlarıdır. Aynı zamanda piyasa yapıcılığı mekanizması ile bu menkul kıymetlerin likiditesi sağlanmaktadır.

## **VARANTLARIN DEZAVANTAJLARI**

### **Varant Fiyatını Etkileyen Diğer Değişkenlerin Etkisi**

Varantın fiyatını etkileyen çok çeşitli

faktörler söz konusudur. Varant fiyatı etkileyen tek faktör dayanak varlığının fiyatı değildir. Hissenin fiyatında artış olmasına rağmen, diğer faktörlerin etkisiyle varant fiyatı düşebilir.

### **Kaldıraç Etkisi (Çift taraflı bıçak)**

Zarar miktarı sınırlı olmakla birlikte, zarar oranı dayanak varlığın fiyat değişim oranından daha fazla olabilir.

### **İhraççının Yükümlülüğünü Yerine Getirmeme Riski**

İhraççının yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda varant sahibi, adi alacaklı olarak yükümlülüğün yerine getirilmesi için hukuksal yollara başvurabilir. Ancak opsiyonlarda, opsiyon satıcısının yükümlülüğü takas kurumu tarafından garanti edilmektedir.

### **Sınırlı Süreli Olmaları**

Varantlar sınırlı süreli olduğu için hisse senetlerinden farklıdır. Vade bitimi ile birlikte varantların süreleri de dolar.

## **ÜLKEMİZDE VARANTLAR**

Varantlar henüz ülkemizde kullanılan enstrümanlar değildir. Oysa 2000'li yılların başından itibaren dünyada kullanımı her geçen gün artmaktadır. Ülkemizde de kullanım olanağı bulunabilmesi açısından Sermaye Piyasası Kurulu bu konuda gerekli çalış-

“*Özellikle finansal varantların (banka ve aracı kurumlar tarafından ihraç edilen varantlar) İMKB'de işlem görmesi borsanın işlem hacmine olumlu katkı sağlayacağı gibi finans merkezi olma yolunda ilerleyen İstanbul için de mutlaka yapıcı bir katkı sağlayacaktır.*”

maları tamamlamış ve tebliği hazırlamış bulunmaktadır.

Genel olarak varantlar spot piyasa ürünü olarak değerlendirildiğinden ülkemizde de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmesi planlanmaktadır. Özellikle finansal varantların (banka ve aracı kurumlar tarafından ihraç edilen varantlar) İMKB'de işlem görmesi borsanın işlem hacmine olumlu katkı sağlayacağı gibi finans merkezi olma yolunda ilerleyen İstanbul için de mutlaka yapıcı bir katkı sağlayacaktır.

Bugüne kadar sadece tezgah üstü piyasada büyük kurumsal yatırımcıların kullanabildiği araçların varant sayesinde ikincil piyasada tüm yatırımcıların erişimine açılacak olması, hiç şüphesiz sermaye piyasamızın derinleşmesi yönünde atılacak önemli adımlardan birini teşkil edecektir. Düşük tutarlar yatırmak suretiyle, hisse senedi ve diğer yatırım araçlarının getirisinden faydalanma imkanı yatırımcılara sunması, bununla birlikte hisse senedine benzer niteliklere sahip olması ve piyasa yapıcılık mekanizması ile desteklenmesi sayesinde likit bir ürün özelliğinde olması nedeniyle, yatırımcıların sermaye piyasalarına çekilmesinde de etkili bir finansal araç olacaktır.





# Amerika Yatırım Fonlarını Nasıl İzliyor?

**D**üzenleyici kurumlar ve fon yönetimi kurumları bu avantajı kullanarak gerekli stratejik değişiklikleri planlayabiliyorlar. Amerika yatırım fonu piyasası için bir başka olumlu nokta ise özellikle bu ülkede yatırım fonları ile ilgili çok sayıda akademik çalışma yapılarak, bu fonların bilgilerini ve sonuçları bilimsel olarak yatırımcılar ile paylaşmanın mümkün olması. Diğer ülkelerde de bu tür akademik çalışmalar hızla artıyor. Yapılan bilimsel çalışmalar aktif ve pasif yönetim farkları, yönetim değişikliklerinin etkisi, sosyal sorumlu olan fonların yarattığı etkiler, bireysel yatırımcıların davranış özelliklerinin etkisi, ülkelere göre fonlardaki farklılıklar, yönetici ve yatırımcı çelişkileri, kurumsal ve küçük yatırımcı farklılıkları, gelişmekte olan ülkelere olan yatırım fonları, likidite özellikleri, serbest fonlar, bireysel veya komite yönetimindeki fonların performans farkı, vergi planlaması, fiyat değişimlerine fazla reaksiyon diye tercüme edebileceğimiz overreaction, sürü psikolojisi (herding) gibi pek çok değişik analiz içermektedir.

## Anket çalışması: Emeklilik fonlarında krizin etkisi

Amerika'da son krizin emeklilik planları üzerine etkisinin analizi için ICI (Investment Company Institute) tarafından yapılan bir çalışmada, 22 milyon belirlenen katılım (defined contribution) emeklilik fonunun yatırımcısı incelendi. 2008 yılında katılımcıların sadece %3'ünün yatırım yapmayı durdurduğu tespit edildi. Yatırımcıların yedide biri yatırım portföylerindeki dağılımı değiştirdi. %3.7'si ise paralarının bir kısmını veya tamamını geri aldılar. Bu rakamlar çok yüksek değil. Büyük bir yatırımcı yüzdesi yatırımlarında bir değişiklik yapmamayı tercih etti. Doğal olarak birçok yatırımcı, emeklilik fonlarındaki vergi avantajlarından vazgeçmeyi istemiyor. Ayrıca yatırımcıların büyük bir bölümü, bu emeklilik fonlarının yönetiminde kararları kendileri almak istiyor ve yatırımlarını devlet bonusu ile değiştirmeyi ter-

cih etmiyorlar. Yatırımcıların %90'ı ise başkana olan destek açısından sosyal güvenlik konusundaki politikanın önemli olduğunu vurguladılar. %85'i daha fazla kişinin sosyal güvenlik sistemine dahil edilmesini teşvik ederek daha fazla tasarruf yapılmasını desteklediler. Emeklilik planlarında yatırımcıların %22'si yüksek risk almayı isterken, %78'i ortalama ve ortalamanın altında veya %0 risk taşımayı arzu ediyor.

## Yatırım fonları yönetim maliyetinde düşüş sürüyor

Menkul kıymet yatırım fonları yönetim ve diğer ücretlerinde, yatırım fonlarının yönetim masrafları 2008 yılında düşüş göstererek hisse senedi fonları için yıllık %0.99 ve bono fonları için %0.75 seviyesine geldi. 1980 yılında bono fonları %2.05, hisse senedi fonları ise %2.32 yönetim maliyetine sahiplerdi ve yatırımcı maliyetindeki düşüş o tarihten beri devam ediyor. Para piyasası fonları yani likit fonlarda ise yönetim komisyon oranları aynı yıllarda %0.55'den %0.38'e düştü.

2007 yılından itibaren Amerika yatırım fonları piyasasında fonlardan bir çıkış olması durumunda yatırım fonlarının masraflarının sabit olan kısmı değişmeyeceğinden fonların yönetim masraflarının yükselebileceği beklentisi vardı. Buna rağmen piyasada gelişmeler bu şekilde olmadı. Para piyasası fonlarında kurumsal yatırımcıların tutarının ve pazar payının hızla artması sebebi ile para piyasası fonlarının ortalama komisyon oranları daha da düştü.

Yurtdışındaki yatırım fonlarında yaygın bir uygulama olan giriş veya çıkışta ödenen komisyon olan load komisyonlarındaki gelişime bakıldığında ise, bu amaçlı ortalama komisyon oranının 1980 yılındaki %5.5 oranından 2008 yılında %1.1'e düştüğü görülmektedir.

## Fonların fonları büyüyor

Fonların fonları diye tercüme edilebilecek 865 adet 'Funds of funds' 2008 yi-



**Belma Öztürkkal**  
University of Texas at Dallas  
belmao@utdallas.edu

linda 490 milyar ABD doları tutara ulaşılar. Bu fonların bir kısmı hisse, bir kısmı bono ve büyük çoğunluğu ise bunların karışımı olan hybrid fonlardan oluşmaktadır. Ayrıca bu fonlar bir de yaşam stili ve yaşam döngüsü olarak ayrıştırılmaktadır. Yaşam stili olarak yönetilen fonlar muhafazakar, agresif veya orta risk gibi belli bir yatırım tarzını benimseyerek portföylerini o doğrultuda aktif dağılımı yaparak yönetilirler. Yaşam döngüsü stili olarak yönetilen fonlar ise piyasa şartlarına göre yönetim stratejilerini uygun bir şekilde adapte ederler. Bu fonlar daha önceden tespit edilmiş olan bir hedef vade doğrultusunda bu vadeye yaklaştıkça, daha muhafazakar bir yönetim tarzına doğru yönelirler. Bu iki türdeki fonların özellikleri onları emeklilik yatırımları için daha cazip hale getirir. Fonların fonları 2008 yılında 0.92% ortalama yönetim ücreti tahsil etmiştir. Yeni ürünlerin gelişmesi için piyasanın yakın takibinin olumlu etkisini gözardı etmemek gerektiği görüşümdedir. Piyasadaki gelişmeler ve veriler ne kadar iyi analiz edilirse yatırımcıların tercih ve istekleri doğrultusundaki ürünlere konsantre olarak o doğrultuda gelişimler yaşanması da o kadar mümkün olacaktır.

# Hukuk Dünyasında Yatırım Fonları

Fonların ana işleyişi Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan iki madde<sup>1</sup>, bir yönetmelik ve beş Kurul tebliği<sup>2</sup> ile düzenlenmekle beraber, paraların toplanması ve yönetilmesi aşamalarında esasen Borçlar Hukuku ve Ticaret Hukukunu ilgilendiren birçok sorunla karşı karşıya kalınmaktadır.

**B**u yazıda, Türk hukukunda yatırım fonlarının durumunu değerlendirmeye yönelik birkaç soruya yanıt vermeye çalışacağım. Konuyla ilgili daha geniş bilgiyi, Seçkin Yayınları'ndan yayımlanan "Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları" isimli çalışmamda bulabilirsiniz.

## Yatırım fonlarını bir tür şirket sayabilir miyiz?

Sayamayız.

Yatırım fonları, şirket statüsünde olmayan, hatta kanun hükmü uyarınca tüzel kişiliği dahi bulunmayan özel bir "malvarlığı" sayılmaktadır (Sermaye Piyasası Kanunu/ SPKn. m.37, f.2). Fon kurucusu banka veya aracı kurum, yatırımcıların, yatırım fonuna katılmak amacıyla ödediği nakit ve bu nakit karşılığı alınan kıymetleri kendi varlığına ilave etmemekte, özel bir malvarlığı olarak tutmaktadır. Mevzuatta ve fon içtüzüğünde yer alan esaslar dışında bu malvarlığı üzerinde tasarruf edilememektedir. Diğer taraftan, fonun tüzel kişiliği bulunmadığından fon için yapılan işlemler kurucu adına yapılmış sayılmakta ve kurucunun bu işlemler sonucu iktisap ettiği haklar üzerinde tam bir malik gibi tasarruf yetkisi bulunmakta, Öte yandan, fon içtüzüğündeki esaslar çerçevesinde yatırımcının katılma belgesini fona geri satması aşamasında, kurucu bu haklardan payına düşeni yatırımcıya devretmekle yü-

kümlü bulunmaktadır.<sup>3</sup> Bu itibarla, kurucu ile yatırımcılar arasında "dolaylı temsil" ilişkisi bulunmaktadır. Yatırım fonlarının malvarlığına rehnedilemez ve teminat gösterilemez bir statü kazandırılmış, böylece yatırımcı korunmaya çalışılmıştır. Ayrıca, fon malvarlığının üçüncü şahıslar tarafından haczedilmesi de mevzuatla engellenmiş, böylece fon malvarlığının kurucunun alacaklılarından korunması amaçlanmıştır (SPKn., m.38, f.5).

## Sorun çıkması halinde fon yatırımcılarına karşı kim sorumludur? Kurucu mu yoksa yönetici mi?

Kendi alanları içinde hem kurucu hem de yönetici sorumludur. "Fon varlığının korunması ve saklanması kurucunun sorumlu olduğu", Kanun'da açıkça yer alan bir husustur (SPKn., m.37, f.2, c.3). Yöneticinin sorumluluğuna ilişkin olarak ise, Kanun'da herhangi bir hükme yer verilmemiştir. Diğer yandan, Kurucu, yatırımcılara karşı vekil konumundadır<sup>4</sup>. Kanun, kurucunun "fonu yöneteceğini veya yönetimini denetleyeceğini" hükme bağlamış, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği ise, yönetim işinin devrini açıkça düzenlemiştir (SPKr. Seri: VII, No:10 sayılı Tebliğ, m.7). Bu durumda, kurucunun yöneticiye devrettiği yönetim yetkisi ile yönetici "alt vekil" olarak atanmış sayılmalıdır. Borçlar Kanunu'na göre vekilin (fonlarda kurucunun) alt vekile (fonlarda yöneticiye) vekalet

verdiği konularda asıl müvekkil (fonlarda yatırımcı) alt vekile (fonlarda yöneticiye) karşı hak sahibi olacaktır (BK. m.391 f.3).

Diğer taraftan kurucunun, yöneticinin tayininde ve yöneticiye gerekli talimatların verilmesinde özen gösterme borcu devam etmektedir (BK. m.391 f.2). Buna ilave olarak, mevzuatın kurucuyu açıkça sorumlu tuttuğu hallerde, kurucu yatırımcıya karşı yine sorumlu olacaktır<sup>5</sup>.

## Yatırımcılarla kurucu ve yönetici arasındaki ilişkinin çerçevesinin fon içtüzüğü ile çizildiğini söyleyebilir miyiz?

Büyük ölçüde. Ancak yatırımcıların içtüzüğü aşan hakları ortaya çıkabilir. Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği'nde Fon İchtüzüğü "katılma belgesi sahipleri ile kurucu, saklayıcı ve yönetici arasında yapılan genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşme" olarak tanımlanmıştır (SPKr. Seri: VII, No:10 sayılı Tebliğ, m.18). İltihaki sözleşmeler, elektrik ve su idareleriyle yapılan sözleşmeler gibi, tarafların sözleşmenin içeriği ve koşulları üzerinde görüşüp tartışmadığı, sözleşmenin içeriğinin ya tamamı ya da belirli bir kısmının, daha önce taraflardan biri veya üçüncü bir şahısça belirlendiği sözleşmelerdir. Fon İchtüzüğü de böyle bir sözleşmedir. Yatırımcının bu sözleşmeye taraf olması için, imza atmasına dahi gerek bulunmamaktadır. Tebliğ'de içtüzüğün içerdiği belirtilen "Genel işlem



Yalçın Özge OKAT  
Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanı

şartları”, bankalar tarafından düzenlenen kredi kartı sözleşmeleri gibi, taraflardan birinin önceden belirleyip tespit ettiği ve sözleşmenin kurulması sırasında diğer tarafa sunduğu standartlaştırılmış şartları ifade etmektedir. Türk doktrini ve Yargıtay tarafından ağırlıklı olarak kabul edilen görüşe göre, hakimin, genel işlem şartlarını içeren sözleşmeyi, Medeni Kanun m.2’de yer alan “Herkes, haklarını kullanırken ve borçlarını yerine getirirken dürüstlük kurallarına uymak zorundadır. Bir hakkın açıkça kötüye kullanılmasını hukuk düzeni korumaz.” hükmü çerçevesinde incelemesi gerekmektedir. Buna göre hakim, sözleşme hükümlerini, sözleşmenin bir tarafının tekel olup olmadığına, bu durumun kötüye kullanılıp kullanılmadığına, genel işlem şartlarının hakkaniyete uygun olup olmadığına ve sözleşmede tarafların menfaatlerinin dengelenip dengelenmediğine bakarak inceleyecek ve gerekirse ilgili şartın geçersizliğine karar verebilecektir. Bu itibarla, içtüzükte yer alan şartların, her zaman mahkeme tarafından yatırımcı lehine değerlendirmeye tabi tutulabileceğinin bilinmesinde yarar bulunmaktadır.

## Türkiye’deki fon düzenlemeleri AB ile uyumlu mu?

Kısmen.

Türk Hukuku’nda yatırım fonu sistemi, “fon kurucusu” baz alınarak oluşturulmuştur. Sadece bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve emekli ve yardım sandıkları fon kurabilmektedir. Yönetici portföy yönetim şirketi veya aracı kurum, kurucuya bağımlı kılınmış, saklayıcı Takasbank’a ise sınırlı kapsamda işlevler verilmiştir. AB’de ise, fon kuruculuğu kavramı mevcut değildir. Fonu, bir yönetici ve saklayıcı ile anlaşmak şartıyla herkes kurabilir. Saklayıcının işlevi ise ülkemizden çok farklıdır. Genel itibarıyla, saklayıcı, fon portföyündeki varlıkların saklanması yanında, fonla ilgili faaliyetlerin mevzuata uygun yürütülüp yürütülmediğinden de sorumludur. Ülkemizde fon modelinin AB hukuku çerçevesinde değiştirilerek “fon kuruculuğu” sisteminin kaldırılması veya fon kurucularının çeşitlendirilmesi, en önemlisi, portföy yönetim şirketlerine münhasıran, veya mevcut kuruculara ilave olarak fon kurma yetkisinin verilmesi, buna karşılık, saklayıcının işlev ve sorumluluklarının artırılmasıyla AB düzenlemeleri ile uyum sağlanmış olacaktır.

## Yeni AB düzenlemesi UCITS IV fon dünyasına ne getiriyor?

“Master feeder” fonlar, “KII” ve yönetim şirketi pasaportu. AB’de fonları düzenleyen 85/611 sayılı Direktif’te değişiklik yapılmasına ilişkin taslak, 22 Haziran 2009 tarihinde Avrupa Birliği Konseyi tarafından kabul edilerek yürürlüğe girmiştir. Önceki değişiklik taslak ve metinlerine atfen UCITS IV olarak anılan değişiklikler, üye ülkeler arası işbirliğinin geliştirilmesine, bildirim esaslarının uyumlaştırılmasına, “Ana ve Alt Fon” yapılarına (ing. “master feeder funds”), fon bir-

“Yatırım fonları, şirket statüsünde olmayan, hatta kanun hükmü uyarınca tüzel kişiliği dahi bulunmayan özel bir “malvarlığı” sayılmaktadır. Fon kurucusu banka veya aracı kurum, yatırımcıların, yatırım fonuna katılmak amacıyla ödediği nakit ve bu nakit karşılığı alınan kıymetleri kendi varlığına ilave etmemekte, özel bir malvarlığı olarak tutmaktadır.”

leşmelerine, yönetim şirketi pasaportuna ve yatırımcılara sunulacak “Temel Bilgi Dokümanı”na (ing. “Key Investor Information, KII”) ilişkin yeni düzenlemeler içermektedir.

“Ana ve Alt Fon” yapısında, alt fonlar sahip buldukları varlıkları ana fonda toplamakta, böylece portföy yöneticilerinin operasyonel maliyetleri azaltılabilmektedir. Bu fonlar ayrıca kuruldukları ülkelere göre vergisel avantajlar da getirebilmektedir. Gerek bu yapının, gerekse basitleştirilmiş izahnamenin (ing. “simplified prospectus”) yerine geçmesi öngörülen “Temel Bilgi Dokümanı”na ilişkin düzenlemelerin mevzuat değişikliklerinde dikkate alınması yararlı olacaktır.

1 Sermaye Piyasası Kanunu m.37 ve m.38.

2 Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VII, No:10), Menkul Kıymetler Yatırım Fonları Mali Tabloları ve Raporlarına İlişkin İfke ve Kurallar Hakkında Tebliği (Seri:XI, No:6) Yabancı Yatırım Fonu Paylarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VII, No:14), Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VII, No:23) ve Bireysel ve Kurumsal Portföylerin Performans Sunumuna, Performansa Dayalı Ücretlendirme ve Sıralama Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği (Seri:V, No:60).

3 OKAT, Yalçın Özge, Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları, Ankara, 2009, s.51.

4 Kanun, kurucu ile katılma belgesi sahipleri arasındaki ilişkilere ilgili mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde vekalet akdi hükümlerinin uygulanacağını düzenlemekte (SPKn. m.37 f.2), Borçlar Kanunu’nda ise, diğer sözleşmeler hakkındaki kanuni hükümlere tabi olmayan işlerde vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulanacağı belirtilmektedir (BK, m.386, f.2).

5 OKAT, age., s.95 vd.

# IMF-DÜNYA BANKASI YILLIK TOPLANTILARI

Yarım asırlık bir aradan sonra Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası'nın Yıllık Toplantıları 6-7 Ekim tarihlerinde İstanbul'da yeniden düzenlendi. 30 Eylül-7 Ekim tarihleri arasında yapılan yoğun toplantılar sırasında İstanbul, finans merkezi olma yolunda önemli bir sınav verdi. IMF ve Dünya Bankası'nın ve kriz sonrası güven ortamının yeniden sağlanması için üye ülkelerin işbirliğinin güçlendirilmesi kararı alınırken, sorunların ancak çok taraflı işbirliği ile çözülebileceği açıklandı. IMF Başkanı Dominique Strauss-Kahn yaptığı açıklamada, Uluslararası Para ve Finans Komitesi'nin (IMFC) toplan-

tısında IMF'nin dört reform alanına odaklanması gerektiğini belirttiğini ifade ederek, bu alanları IMF'nin hâkimiyeti, finansal rolü, çok taraflı gözetim hakkı ve yönetim yapısı olarak saydı. Kahn, gelecek yıl IMF'nin bu İstanbul Kararları'na odaklanacağını belirtti. Üzerinde uzlaşılan İstanbul Kararları, özetle, IMF'nin görev tanımının, küresel istikrar açısından önem taşıyan makroekonomi ve finans sektörü politikalarının tamamını kapsayacak şekilde gözden geçirilmesi, Esnek Kredi Hattı'nın başarısını daha da ileriye götürmek ve daha fazla sayıda ülkeye sigorta imkânı sunmak, IMF'nin Esnek Kredi Hattı gibi güçlendirilmiş finansman enstrümanlarının küresel

dengesizliklerin çözümünde nasıl yardımcı olabileceğinin değerlendirilmesi, ve yönetim alanında önemli bir adım olarak kotaların (söz hakkı) Ocak 2011'e kadar dinamik yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler lehine fazla temsil edilenden az temsil edilen ülkelere doğru en az yüzde 5 oranında kaydırılmasını içerdi. 24-25 Eylül tarihlerinde ABD'nin Pittsburgh kentinde yapılan G-20 liderler zirvesinden de küresel ekonomik toparlanma tamamlanana kadar mali teşvik programlarının sürdürülmesi, küresel işbirliğinin bozulmaması ve IMF'nin yönetiminde gelişmekte olan ülkelere daha fazla söz hakkı verilmesi konusu gündeme gelmişti.

## FUNDS WORLD 2009

Terrapinn tarafından düzenlenen ve Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin (TKYD) de konferansın destekleyici kuruluşları arasında yer aldığı Funds World Turkey 2009 konferansı 12-14 Ekim tarihleri arasında İstanbul Hilton Oteli'nde yapıldı.

Kolektif yatırım araçları endüstrisinin ele alındığı ve ana sponsorluğunu Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.'nin üstlendiği konferansa Türk finans sektörü temsilcilerinin yanı sıra yabancı finans kurumlarının temsilcileri de katıldı.

Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray konferansın açılışında yaptığı konuşmada, küresel krizde en çok sorgulanan finansal düzenlemenin önemine dikkat çekti. Akgiray, yaşanan son küresel krizin düzenlemelerin olmamasından değil kötü tasarlanmış bir düzenleme yapısından kaynaklandığını belirterek, bugünün dünyasında gelişmelerin çok hızlı olması sebe-

biyle, gelişmelere de hızlı ayak uydurmak gerektiğini belirtti. Önümüzdeki dönemde hesap verilebilirlik, şeffaflık ve bilgilendirmenin çok önemli olacağını da altını çizdi. Konferansın ikinci gününde açılışı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı (İMKB) Hüseyin Erkan yaptı. Konuşmasında, borsada önümüzdeki dönemlerde gerçekleştirilecek olan yeni düzenlemelerle ilgili bilgi veren Erkan, Kurumsal Ürünler Pazarı oluşturduklarını, mevcut hisse senedi piyasasının yanı sıra varantların da piyasaya sunulacağını belirtti. Erkan, son 10 yılda gelişmekte olan ülkelerde açılan yeni pazarların sermayeleşme hareketini artırdığını, Türkiye'de de gelişimin bu yönde olacağına inandığını söyledi.

Konferansa katılan diğer yerli ve yabancı konuşmacılar son küresel krizin değerlendirmelerini yaparak, yaratacağı fırsatların önümüzdeki dönemde tüm dünya ekonomilerinde dikkatle izleneceği üzerinde önemle durdular.



# IIFA TOPLANTISI - SEUL 2009



Uluslararası Yatırım Fonları Birliği (IIFA – International Investment Funds Association) 23.Genel Kurul Toplantısı 19-21 Ekim tarihlerinde Güney Kore'nin başkenti Seul'de yapıldı. IIFA Genel Kurulu'na dünyada fon endüstrisini temsil eden, TKYD'nin de içinde bulunduğu 30 üye katıldı. Genel Kurul sonuç bildirisinde yatırımcıların düzenlemede işbirliği ve eğitimlerin artırılması ile birçok faydalar sağlayacakları ve önümüzdeki dönem için parlak bir gelecek öngörüldüğü belirtildi.

Bildirgede, "IIFA üyeleri, uluslararası düzenleme ve denetleme kuruluşları, G20 ve IOSCO (the International Organization of Securities Commissions) gibi çok uluslu kuruluşların global finans piyasalarındaki istikrarı sağlamak konusundaki işbirliğini ve fon endüstrisi ile birlikte çalışma konusundaki çabalarını gönülden desteklemektedir," denildi.

1987 yılından beri faaliyet gösteren IIFA, dünya genelinde 18.2 trilyon dolarlık bir fon büyüklüğüne sahip ülke ve bölge fon birliklerinin temsil edildiği bir kurum. TKYD de bu kuruluşun üyeleri arasında yer almaktadır. IIFA'nın 20.Genel Kurul Toplantısına da TKYD ev sahipliği yapmıştır.

Bu yılki toplantılara TKYD'yi temsilen TKYD Yönetim Kurulu Başkanı Gür Çağdaş ve Başkan Yardımcısı Didem Gordon katıldı. Gordon aynı zamanda ilk günkü programda panelist olarak yer aldı. Hong Kong Fon Birliği Başkanı Sally Wong moderatörlüğünde yapılan panelin konusu, "Ürünler ve İş Modelleri" idi.

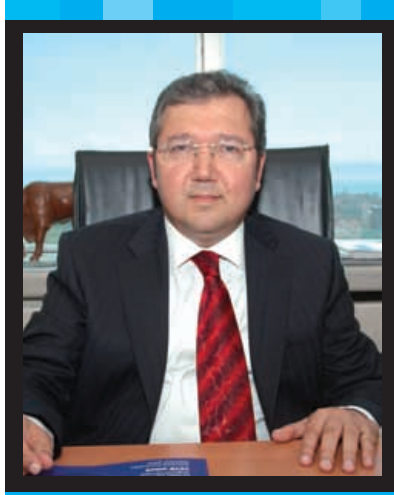
Son dönemde yaşanan finansal krizin, yatırımcıların fon endüstrisine olan güvenini azalttığı noktasından yola çıkılarak hem panelistlerin hem de tüm katılımcıların temsil ettiği ülkelerdeki ürün ve iş modelleri tartışıldı. Fon endüstrisinin istikrarlı büyümeyi sürdürmesi için performans odaklı ürünlerin yatırımcılara direkt ya da yatırım danışmanları tarafından çok iyi anlatılması gerektiği üzerinde mutabık kalındı. Dağıtım kanallarının yatırımcıları orta ve uzun vadeli yatırımlar konusunda doğru bilgilendirmeleri ve eğitimlerinin kritik olduğu tartışıldı.

Son dönemde önem kazanan düşük maliyetli pasif ürünlerin -ETF'ler gibi- yatırımcılara sunulmasının desteklenmesi gerektiği, öte yandan profesyonel ve aktif yönetilen yatırım fonlarından elde edilen gelirlerin büyük kısmının dağıtım ve satış kurumlarına verildiği, bunun da performansları olumsuz etkilediği belirtildi. Yeni regülasyonların, masraf ve komisyonların nasıl paylaşıldığı konusunda daha şeffaf olması gerektiği belirtilirken, yatırımcının fon alırken ödediği ücretleri bilmesi gerektiği öne sürüldü. Bankaların dağıtım kanallarının önemli bir kısmını oluşturduğu ülkelerde, yatırım fonlarının mevduat ve yapılandırılmış ürünlerle rekabet ettiği ve fon satışına dağıtım kanallarında ne kadar önem verildiği ve satış personelinin bilgi düzeyi ve lisanslama metodları tartışıldı.

İş modelleri kapsamında, ülkelerdeki yönetici, administratör ve satış/dağıtım kanalları arasındaki düzenlemeler, sözleşmeler, süreç ve iş modelleri de panelde ele alındı. Bir çok ülkede, fon birliklerinin aktif olarak yatırımcıyı eğitme ve bilgilendirme konusunda etkin olduğu gözlemlendi. Satış personelinin lisanslama ve eğitimleri ve sektörel hukuki düzenlemeler konusunda da birliklerin işlevlerinden örnekler verildi.

Diğer panellerde ele alınan konu başlıkları ise; global fon trendleri, ülkelerin finansal kriz deneyimleri, yatırımcı güveni ve eğitim konusu, fon dağıtım kanalları ve sektördeki düzenlemeler olarak özetlenebilir.

IIFA 2010 Genel Kurul Toplantısı Şili'de yapılacak.



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

## Gayrimenkul fonları üç ayda %33 prim yaptı

**F**inansal çöküşün ve emlak krizinin patladığı nokta olan gayrimenkul yatırım fonları, Morningstar'a göre geçtiğimiz üç ay içinde, en yüksek performanslı kategori olarak, %33 getiri elde etti.

Sonuç olarak, gayrimenkul hisse senetleri artık yüksek iskontolarla satılmıyor. Yine de emlak fonları, gayrimenkule geri dönmek isteyen yatırımcılar için risk ve getiri arasında cazip bir denge sunuyor. Raporların önüne sürmesine göre, endüstri dibe indi ya da en azından son 18 ayda olduğu gibi aynı hızla düşmemekte. En iyilerin bazıları, AIM Real Estate, Neuberger Berman Real Estate ve Alpine Realty Income & Growth olabilir.

Yatırımcılar, gayrimenkul fonlarını, hızlı yükseliş zamanlarında çabuk para yapabilecekleri bir araç olarak değil, uzun vadeli yatırımlar olarak görmeliler. S&P 500 endeksinin %2,1 getirisi ile kıyaslandığında fonlar, halen %3,6 getiriye sahipler. Geçmiş 10 yılda S&P 500 değer kaybederken, gayrimenkul fonları %7,8 getiri sağladı.

Çeşitlendirme aracı olarak gayrimenkullerin değeri, yüksekten uçan İnternet şirketleri 2000 yılında çöktüğünde dikkat çekti. O yıl S&P 500,

%9 düşerken, gayrimenkul fonları %27 kazandı.

İstikrarlı getirisi olmayan hisse senetlerinden ağızları yanan yatırımcılar, her zaman bir miktar değeri koruyan sağlam bir varlık olarak görünen gayrimenkul alma yarışına girdi.

Teknolojinin düşüşü sırasında, gayrimenkulün nasıl performans gösterdiğini izleyen dünyanın dört bir tarafındaki yatırımcılar, ticari gayrimenkul ve portföylerinde ofis, apartman ve diğer gayrimenkuller yer alan gayrimenkul yatırım ortaklıklarını kapmaya başladılar. Atak bireysel yatırımcılar, yüksek miktarda borç aldılar ve fiyatları rekor seviyeye taşıdılar.

Kredi krizinin ilk belirtileri ortaya çıkarken, 2007 yılında büyük gayrimenkul yükselen piyasası sonlandı. 2007 ve 2008 yıllarında, gayrimenkul fonları, S&P 500'ü 14 puanla takip ederek %50 düştü. Finansal problemler kötüleştikçe, bir çok gayrimenkul şirketi kar payı kesintisi açıkladı. Analistler bazı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının iflas edebileceğini bile söylediler. Fakat bu yıl Mart ayında borsada yuvarları dönüş başladıktan sonra, kar payı kesintileri ve iflas endişeleri kayboldukça gayrimenkul yatırım ortaklıklarında yükselişe geçti.



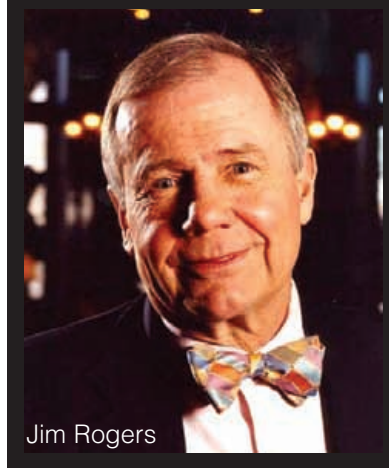
# Finans'ın "Indiana Jones'u"

Jim Rogers, namıdğer "Finans'ın Indiana Jones'u", Wall Street'te bağımsız, karışıt yatırım stili ve George Soros ve Quantum Fonu ile olan ilişkisi ile tanınmaktadır.

Jim Rogers emekli olmasına rağmen, dünya seyahatleri ve cesur ekonomi yorumları ile varlığını devam ettirmektedir. Özellikle emtia piyasası ile ilgili çalışmaları, ortalama bir yatırımcının bugün, kişisel finansa bakış açısını etkilemede yardımcı olmuştur. 1942'de dünyaya gelen Rogers, çocukluğunda Alabama'da, iş dünyasına atılmakta hiç vakit kaybetmedi. Beş yaşına geldiğinde, şişe toplayarak ve beyzbol maçlarında taraftarlara fıstık satarak çoktan para kazanmaya başlamıştı bile.

Rogers lisans diplomasını Yale ve Oxford'tan aldı. Mezuniyetinin ardından, Wall Street'te George Soros tarafından yönetilen Hedge Fon menkul kıymetler danışmanı olarak, Arnold & S.Bliechroder için çalışmaya başlamadan önce bir kaç yıl Birleşik Devletler ordusunda hizmet verdi. 1970 yılında, George Soros ve Jim Rogers, biraraya gelerek Quantum Fonu diye bilinecek olan fonu kurdular. Soros'un brokerlığı, Rogers'ın analistliğinde, fon 12 milyon dolardan 250 milyon doların üstüne çıktı. Soros, Quantum'un başarısının hatırı sayılır bölümünü Rogers'ın çok çalışmasına atfetti. "Soros on Soros" adlı kitabında yatırımcı Soros, Rogers'ın altı adamın işini yaptığını söyledi.

Fakat maalesef, fon büyüdükçe onu yönetmenin stresi de büyüdü. Soros, yeni analistlerin katılması ihtiyacını umutsuzca görünce, Rogers dışardan kişilerle çalışmayı zor buldu. 1979 yılında, 37 yaşındayken Rogers, yeteri kadar kazandığına karar vererek endüstriden "emekli" oldu. Emekli oluşundan bu yana Rogers,



sayısız kere dünyayı gezdi, birkaç "en çok satan" ünvanlı kitap yazdı, dünyaca ünlü enstitülerde dersler verdi ve CNBC 'de yorumcu olarak görev aldı. Bütün bu süre içerisinde yaptığı ilginç ve zit yatırımlarla rahat getiri elde etti.

2007 yılında Asya'yı sonraki büyük yatırım sınırı kabul ederek, Rogers eşyalarını topladı, New York'taki malikanesini sattı ve halen ailesi ile beraber ikamet ettiği Singapur'a taşındı. Jim Rogers uzun zamandır emtia piyasasından umutluymuştu. 1990'ların sonlarına doğru, herkes İnternet'e odaklanmışken, Rogers, çinko, petrol ve bakır gibi ürünlere bakıyordu. Bu ürünler dot-com gibi manşet yapan halka arzlardan yoksun olmasına rağmen, Rogers bu ürünlerde bir şeylerin olduğunda ısrarlıydı. Fikrini ispat etmek için, bu ürünlerin uzun vadeli grafikleri ve trendlerini incelemeye başladı ve ham madde fiyatlarının tarihi düşük seviyelerinde olduğu sonucuna vardı.

Teorisini test etmek için, hevesli bir şekilde, emtia endeks fonu araştırdı. Bulduğu ile tatmin olmayarak, 11 uluslararası borsada dört yabancı para biriminden işlem gören, 36 emtianın,

kendine ait ağırlıklı endeksini oluşturdu. Bu Rogers Uluslararası Emtia Endeksi (RICI) olarak tanındı.

Rogers Uluslararası Ürünler Endeksi seri üretimini oluşturan vadeli işlem sözleşmesi, petrol, alüminyum, çinko ve portakal suyunu içermektedir. 1998 başlangıcından Ağustos 2009'a kadar olan sürede endeks %193'den fazla yükselmiştir. Rogers Uluslararası Ürünler Endeksi'nin başarısının ETF ve ETN diyarında da farkına varıldı. 2007 yılında Rogers ismini Elements adlı bir şirkete ödünç verdi. Bu şirket, emtia sektör dilimlerini izlemek için dört ETN'yi bir araya getirmektedir. Bu ETNler Elements Linked to Rogers International Commodity Index Total Return, Elements Linked to Rogers International Commodity Index Agriculture Total Return, Elements Linked to Rogers International Commodity Index Energy Total Return and Elements Linked to Rogers International Commodity Index Metals Total Return.

Bu yaz Van Eck Market Vectors-RVE Hard Assets Producers ETF adlı borsa yatırım fonunu çıkardı. The Rogers-Van Eck Hard Assets Producers Index yatırımcı ile uyumlu olarak tasarlandı ve küresel hard-asset endüstrisi için bir süpermarket mantığı ile hareket edecek şekilde yapılandırıldı.

Bugün Rogers, yatırım yapabileceği ihtiyaç ürünleri endeks fonu bulmakta hiç bir sorun yaşamıyor. Aslına bakılırsa, United States Natural Gas, United States Oil Fund, Dow Jones-AIG Livestock Total Return ETN, PowerShares DB Agriculture Fund ve diğer birçok enstrümanla, emtia sahibi olmak hisse senetleri, bonolar, ve nakit gibi portföy oluşturmada yaygınlaşmıştır. Bazı fonların önemli kamu araştırmalarıyla yüzleşmeye devam etmelerine, kısmen Rogers ve RICI sayesinde, emtia yatırımının burada kalıcı olduğu açıkça görülmektedir.

# Goldman: Önceliğimiz Fon Yönetimidir...

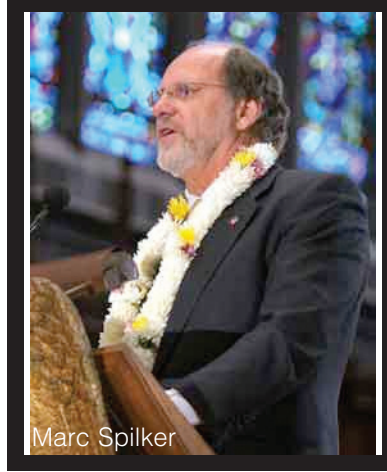
**B**ankaların tasarrufa gittiği ve varlık yönetimi kollarına sahip olabilme erdemlerini merak ettikleri bir dünyada Goldman Sachs sivriliyor.

Marc Spilker, Goldman Sachs Varlık Yönetimi Başkan Yardımcısı olarak Financial Times'a verdiği ilk röportajında, bankanın sadece yatırım yönetimi bölümünü elde tutmak için uzun vadeli taahhüdü olmakla kalmayıp aynı zamanda bu bölümü faal olarak büyümekte olduklarını belirtti. Spilker, "Stratejimiz büyüme ve önceliğimiz bundadır" dedi.

Goldman'ın 19 yıllık deneyimli ismi Spilker, diğer bankaların "başka bir yöne gittiğini" bildiğini fakat Goldman'ın 10 yıl önce fon yönetimine geçtiğinde sergilediği stratejiyi izlediğini söyledi.

O zamandan beri Goldman Sachs Varlık Yönetimi 822 milyar dolarlık varlığı sağlıklı bir şekilde üç gruptaki müşterisi için büyütmeyi başardı: kurumsal yatırımcılar, varlıklı bireyler, diğer bankalar ve fonlarını diğer müşterilere satan araçlar.

Spilker, stratejinin tamamen küresel olabilmek için hala büyümek olduğunu belirtiyor. Büyüme bankacılık krizinin şiddetlendiği dönemde bir kaç yıllığına beklemeye alınmış ve şirket zayıf performans, fon çıkışları ve bir dizi üst düzey personel ayrılığı ile krizden payını almıştı. Örneğin, Goldman'ın amiral gemisi Global Alpha Hedge Fonu değerinin yüzde 80'ini 12 milyar dolar ile en yüksek noktasına ulaştığı 2007 ile 2008'in sonu arasında kaybetti. Haziran 2008'de, banka tüm bunlara yönetimde değişikliğe giderek karşılık verdi. Spilker ve bir diğer deneyimli isim olan Tim O'Neil'i fon



Marc Spilker

yönetimi şirketinin başkan yardımcıları yaptı.

Goldman, yönetimdeki varlıkların 27 milyar dolar düşüşle 771 milyar dolara geldiğini açıkladığında belki de dibi bu yılın ilk çeyreğinde görmüş oldu. Buna 11 milyar dolarlık fon çıkışları ve gelirlerde yüzde 28 düşüş de dahildi. O zamandan sonra piyasadaki yükseliş, fonları 822 milyar dolar yükseltti ve Goldman tekrar doğruldu.

Bu Goldman'ın rakipleri için tersiydi. Bazı bankalar için dış çıkışların birleşimi, üst düzey yatırım yöneticilerinin maliyetleri ve sermayeyi yükseltmedeki düzenleyici baskı ağır geldi.

Bankalar, fon yönetimini müşteri satışlarından ayırmada düzenleyici baskı altına girerken müşterilerin dışardan yönetilseler bile, en iyi fonlara erişme talepleri artıyor.

Yatırım danışmanları da, mevcut baskıya ek olarak, bankaların gider tasarrufu ve banka ürünlerinde ek hizmetlere çok fazla odaklanarak iyi birer fon yöneticisi olup olmadıklarını sorguluyorlar.

Daha değişken yatırım bankacılığı-

na karşın, istikrar sağlamak amaçlı fon yönetimi kolları kuran Barclays, UBS ve Credit Suisse gibi sektörün ağır topları bile ölçek ekonomilerinin üstesinden gelmek için mücadele verdiler.

Sonuç olarak birkaçı, buna Credit Suisse, İtalyan UniCredit ve İspanyol Santander de dahil olmak üzere, tasarrufa gitti ya da varlık yönetimi şirketlerini satışa çıkardılar. Morgan Stanley de kurumsal şirketini satma konusunda görüşmeler yapıyor.

Fakat Barclays'ın, Barclays Global Investors'ı BlackRock'a 13.5 milyar dolarlık bir anlaşmaya imza atarak satması ve dünyanın en büyük yatırım yönetimi grubunu yaratması tüm ortamı değiştirdi.

Buna rağmen Spilker'a göre, müşterilerine daha eksiksiz hizmet çeşidine erişim imkanı veren bankalar iyi birer varlık yöneticisi sahibi. Spilker aynı zamanda son finansal krizden sonra beliren akımın, Goldman'ın güçlü yönlerini ortaya çıkaracağını altını çizdi.

Spilker'a göre "Müşteriler daha az yönetici ile daha çok şey yapmak" istiyor. Aynı zamanda kimle anlaşma yaparlarsa finansal yönden güvenilir olduğunu bilmek istiyorlar. Spilker bir nevi itiraf da ediyor; "Küresel ayakizi olan bir şirketin değer ortaya koyması daha da zorlaşıyor."

Spilker'in vizyonunda, altyapı için paylaşılan bir platform kullanarak tavsiye etrafında merkezli bir şirket kurmak var. Bu bankanın, müşterilerin doğru yöneticileri ve fonları seçmelerine ve portföyü kişiye özel uyarlamalarına yardım ederken maliyeti düşürmesini sağlayacak. Spilker, böylelikle "bu herkes için kazanmaktır" diyor.



# Harvard ve Yale vakıfları hala sınıfının birincisi mi?

**H**arvard ve Yale vakıf sandıkları bir süre önce, 2009 Haziran'ında sona eren en son mali yıllarında, portföylerinin oldukça büyük bir kayba uğradığını söylediler. Harvard, en son mali yılı için, %27'lik bir kayıp bildirdi. Yale ise henüz yıllık raporunu açıklamazken, üniversitenin başkanı, mezunlara, aynı dönem için yaklaşık %30 kayıp beklentilerini söyledi. Bir kıyaslama noktası olarak, Morningstar'ın veritabanındaki tipik dünya varlık dağılım fonu da, Temmuz 2008'den Haziran 2009'a kadar neredeyse %20 düştü.

Bu sonuçlar dikkate değer çünkü Harvard ve Yale'in vakıf portföyleri, yatırım dünyasının gıpta ettiği sonuçlar üretmiştir. Onlar aynı zamanda artık temel yatırım ilkeleri olarak görülen, ilişkisi olmayan varlık sınıfları arasında çeşitlendirme ve itinalı uzun vadeli varlık dağılım planı geliştirme gibi uygulamaların öncüsüdürler. Yatırım dünyasında yüksek itibarı olan bu kurumlar için, bir çoğu, geçen yılın satış furyasında rekabetten daha başarılı olacaklarını düşünüyordu. Ancak açıkcası durum bu olmadı.

Geçen yılın olağanüstü piyasa koşulları, birçok yetenekli yöneticinin kibirini kırdı ve her yatırımcı, en beceriklileri bile ara sıra sert bir yolu tecrübe eder. Ancak en iyi yatırımcılar aynı zamanda hatalarından ders alırlar ve vakıfların son düşük performansından alınması gereken dersler var.

## Alternatifler Çözüm Değildir

Akademisyenler, bir portföye ilişkisi olmayan varlıkların konulmasının

çeşitlendirmeyi geliştireceğini ve risk-uyumlu getirileri güçlendireceğini savunuyorlardı. Fakat Harvard ve Yale'deki yatırım yöneticileri emtia, gayrimenkul, girişim sermayesi ve hedge fonlar gibi geleneksel olmayan varlıkları, kendi vakıf sandığı portföylerine dahil ederek bu teoriyi ilk uygulamaya koyanların arasında yer aldılar. Bu yaklaşım her iki üniversite için de çok başarılı sonuç verdi. Hatta o kadar iyi işledi ki Harvard ve Yale'e benzer pekçok kurum alternatif yatırım araçlarının üstüne atladı. Fon firmaları, varlık sınıflarına açılma imkanı veren, bir grup yatırım fonları ve ETF'ler ve emtia, döviz kurları, küresel gayrimenkul ve mutlak getiri stratejileri gibi daha önce perakende yatırımcılar için mevcut olmayan hedge fon stratejileri kurarak harekete geçtiler.

Ancak geçen yıl varlık sınıflarının piyasa krizleri sırasında korelasyon kurma eğilimi teyit edildi. Bir diğer deyişle, piyasa patladığında az sayıda yatırım aşağı doğru giden akımdan uzak durabilir. Alternatif varlık sınıflarına büyük aktarımlar

Harvard ve Yale'in bağışlarını yaygın satış furyasından koruyamadı. Benzer bir şekilde bazıları etkili çeşitlendiriciler olarak ilan edilen birçok perakende alternatif fon, verilen sözleri yerine getirmede başarısız oldular.

Bu, portföyünüze alternatifleri dahil etmemeniz gerektiği anlamına mı geliyor? Tam olarak değil. Bir emtiaya ya da gayrimenkul fonuna mütevazı bir katılım çeşitlendirmeyi geliştirebilir, fakat bu yatırımların, piyasadaki her beklenmeyen dönüşten portföyünüzü korumasını beklemeyin. Dahası, çekici, sınama sonuçlu son moda stratejilerin içine çekilmeyin. 2008 yılı gerçek dünyanın ne kadar zorlayıcı olabildiğini gösterdi.

## Likidite Konuları

Harvard ve Yale tarafından tutulan birçok alternatif varlık, hazırda likit değiller ve bu, geçen yıl problem olabileceğini gösterdi. Harvard, geçen senenin zayıf sonuçlarının arkasındaki faktörlerden biri olarak "likit olmayan varlık sınıflarına agresif bağlılığı" belirledi.



# O'NEILL: Ucuz hisse senetleri kalmadı

**R**iverNorth Core Opportunity Fund'ın müdür yardımcısı Stephen O'Neill, yatırımcıların belirli bir fon yerine, doğru yatırım ortaklığı yöneticisi seçmelerinin daha iyi olacağını çünkü kelepirlerin az kaldığını söyledi...

Çoğunlukla menkul kıymet yatırım ortaklığı fonlarına yatırım yapan, büyük sermayeli karma fon Morningstar'daki benzerlerinin %99'undan daha iyi performans göstererek, bu yıl %41 yükseldi. Geçtiğimiz yıl içinde North Core Opportunity fund rakiplerinin yine %99'unu geçerek %17 yükseldi.

O'Neill, Amerika'nın en önde gelen yatırım fonu yöneticilerinin beş soruda en iyi hisse seçimlerinin yer aldığı TheStreet.com'un Fund Manager Five Spot sayfasına konuk oldu.

## Alış mı yoksa satış mı tarafındasınız?

**O'Neill:** Finansal varlıklarda büyük toparlanma, kelepirci arayan yatırımcılar için çok az fırsat bıraktı. Riskli varlık sınıflarının çoğu, ortalama değerlemelerine yakın işlem görüyor. Bununla birlikte, RiverNorth Capital, birçok yüksek iskontolu yatırım ortaklığı için alış tarafındadır

““ *RiverNorth Core Opportunity Fund müdür yardımcısı Stephen O'Neill, yatırım ortaklığı iskontolarının buharlaştığını, bu yüzden yatırımcıların doğru yönetici seçmesi gerektiğini söylüyor.* ””

çünkü bu fonlar, bu seviyelerdeki piyasa riskini almak için geniş bir emniyet marjı sağlıyor.

## Sizin en iyi fon tercihiniz hangisidir?

**O'Neill:** The SunAmerica Focused Alpha Growth Fund, net varlık değerinden yaklaşık %15 iskontolu işlem gören iyi yönetilen bir yatırım ortaklığıdır. 290 milyon dolarlık fon, Tom Marsico ve Ron Baron tarafından yönetilmektedir. Bu yüksek oranlı hisse fonunun net varlık değeri, yılbaşından bugüne kadar yaklaşık %27 yükseldi. Daha önemlisi, fonun yaklaşık %20'sine, hissedarlara, hissele-

rini net varlık değerinden paraya çevirmelerine izin veren kurumsal faaliyetleri teklif etme ve/veya destekleme geçmişi olan kurumsal yatırımcılar sahip. Fonun dolar üzerinden 85 sent civarındaki işlem fiyatı ile, bu kurumsal yatırımcılardan birinin eylemci bir liderlik üstlenebileceği ve harekete geçmeleri için fon yönetim kuruluna baskı yapabileceğine inanıyoruz.

## Favori yatırım kategoriniz nedir?

**O'Neill:** RiverNorth Capital'ın favori seçimlerinin gösterdiği gibi, ABD odaklı yatırım ortaklıklarının özellikle çekici olduğuna inanıyoruz. S&P 500 hisselerinde geçtiğimiz 10 yıl içinde yaşanan iki %50 satış piyasasının ardından, günümüzün tarihi yüksek %15 ve üzeri iskontoları yatırımcıların piyasa beta riskini almaktaki tereddütlerini yansıtıyor. İskontolar, sabit gelir emtia piyasası ve gelişmekte olan piyasa hisse fonları gibi popüler yatırım ortaklığı sektörlerinde hızla küçülüyor, klasik ABD odaklı hisse fonları yüksek iskontolarla işlem görmeye devam ediyor. İnanıyoruz ki eğer hisse senedi piyasası yukarı yönde yatırımcıları şaşırtmaya devam ederse bu anormallik kendini düzeltebilir.

## KONFERANS AJANDASI | KASIM – ARALIK 2009

<p><b>Hedge Risk World Europe 2009</b> Hedge Risk World Europe 2009 Tarih : 3-5 Kasım Yer : Hilton London Tower Bridge <a href="http://www.terrapinn.com/2009/hedge/">http://www.terrapinn.com/2009/hedge/</a></p>	<p><b>Financial Crises : Causes, Characteristics and Effects</b> Tarih : 23-25 Kasım Yer : Perth, Avustralya <a href="http://www.fccce.net/">http://www.fccce.net/</a></p>
<p><b>The Emerging Markets Private Equity Forum 2009</b> Tarih : 3-4 Kasım Yer : Merchant Taylors' Hall, Londra <a href="http://www.peimedia.com/emlon09">www.peimedia.com/emlon09</a></p>	<p><b>ALFI European Alternative Investment Funds Conference</b> Tarih : 24-25 Kasım Yer : Centre de Conférences, Kirchberg Lüksemburg <a href="http://www.alfi.lu/index.php?id=61">http://www.alfi.lu/index.php?id=61</a></p>
<p><b>Managed Accounts - The long term structure for hedge fund investment or another tool in the kit</b> Tarih : 4 Kasım Yer : The May Fair Hotel, Londra <a href="http://www.thehedgefundjournal.com/events/managed-accounts-conference/managed-accounts.php">http://www.thehedgefundjournal.com/events/managed-accounts-conference/managed-accounts.php</a> (A free-to-attend event for institutional investors, funds of hedge funds, endowments and charities, family offices, pension fund consultants and trustees)</p>	<p><b>Hedge Funds World 2009</b> Tarih : 1-3 Aralık Yer : Dolder Grand, Zürih <a href="http://www.terrapinn.com/2009/zurich/">http://www.terrapinn.com/2009/zurich/</a></p>
<p><b>IOSCO Emerging Markets Committee Annual Conference</b> Tarih : 4-6 Kasım Yer : Bükreş <a href="http://www.emcbucharest2009.ro/en/">http://www.emcbucharest2009.ro/en/</a></p>	<p><b>UBS Global Real Estate Conference</b> Tarih : 1-3 Aralık Yer : Londra</p>
<p><b>Investment Company Directors Conference</b> Tarih : 11-13 Kasım Yer : Amelia Island, FL <a href="http://www.ici.org/idc/idc_event/conf_09_directors">http://www.ici.org/idc/idc_event/conf_09_directors</a></p>	<p><b>Private Equity Exchange Summit</b> Tarih : 2 Aralık Yer : Hotel Méridien étoile, Paris <a href="http://www.private-equity-exchange.com/">http://www.private-equity-exchange.com/</a></p>
<p><b>European Private Equity Conference 2009</b> Tarih : 17-20 Kasım Yer : Westin Hotel, Paris <a href="http://www.icbi-events.com/superinvestor/">http://www.icbi-events.com/superinvestor/</a></p>	<p><b>EVCA Buyout Forum 2009</b> Tarih : 2-3 Aralık Yer : Paris <a href="http://www.evca.eu/buyoutforum09/home.html">http://www.evca.eu/buyoutforum09/home.html</a></p>
<p><b>The PEI Turkey Forum 'Partnering for Growth'</b> Tarih : 23-24 Kasım Yer : Hyatt Regency, İstanbul <a href="http://www.peimedia.com/turkey09">www.peimedia.com/turkey09</a></p>	<p><b>Risk Minds International Risk Management Conference</b> Tarih : 7-11 Aralık Yer : Hotel President Wilson, Cenevre <a href="http://www.icbi-events.com/riskminds/">http://www.icbi-events.com/riskminds/</a></p>

# UCITS Pazarında Trendler

## Net satışlar

EFAMA (Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği) 2009 2.çeyrek verilerine göre, UCITS fonlarında 30 milyar Euro net para girişi yaşanmıştır. Böylelikle 2009 yılı ilk yarısında toplam net girişler 52 milyar Euro seviyesine ulaşmıştır.

2007 yılında başlayan küresel kriz sonrası UCITS fonlarında ardı ardına devam eden net para çıkışı 2009 yılının ilk çeyreğinde 22 milyar Euro net para girişi ile sona ermişti. Net satışlarda dikkat çeken nokta, 2009 yılı ilk çeyreğinde para piyasası fonları haricinde tüm kategorilerde net çıkışlar gerçekleşmişken, bu dönemde tersine net çıkışlar sadece para piyasası fonlarında görülmektedir. 2. çeyrekte para piyasası fonlarından önemli ölçüde bir çıkış olması da yatırımcı tercihindeki değişimi göstermektedir. Piyasalardaki stresin azalması ile özellikle hisse senetleri piyasasında toparlanma görülmüş ve Mart ayı ortalarından itibaren sağlanan yatırımcı güveni ile varlık dağılımı yavaş yavaş hisse senetleri ve sabit getirili menkul kıymetlere yönelmeye başlamıştır. 2009 yılının ikinci çeyreğinde yaşa-

Net Satışlar (2009)			(milyar Euro)
UCITS fonları	Q1	Q2	Toplam
Hisse Senedi	-4	23	19
Dengeli	-10	17	7
Bono	-4	20	16
Para Piyasası	52	-25	27
Diğer	-12	-5	-17
<b>Toplam</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>52</b>

nan net girişler Hisse Senedi, Bono ve Dengeli fonlarda sırasıyla 23, 20 ve 17 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. Diğer yandan para piyasası fonlarından 25 milyar Euro, diğer fonlardan ise 5 milyar Euro net çıkışlar yaşanmıştır.

2009 yılının ikinci çeyreğinde özellikle Lüksemburg (10 milyar Euro), İngiltere (9,1 milyar Euro) ve İsviçre (8,7 milyar Euro)'de olmak üzere birçok ülkede net girişler gerçekleşmiştir. Toplam UCITS fonlarının yaklaşık %30'unun kurulu olduğu Lüksemburg'ta yer alan hisse ve bono fonlarına 7 çeyrek dönem süren net çıkışlar sonrası sırasıyla 10,1 milyar Euro ve 12,5 milyar Euro net giriş gerçekleşmiştir. 2006 yılının son çeyreğinden bu yana ilk defa çıkış görülen Lüksemburg'daki para piyasası fonlarında ise bu dönemde yaklaşık 14

milyar Euro çıkış gerçekleşmiştir. Aynı dönemde İtalya'da hisse fonlarında (236 milyon Euro) 2000 yılından bu yana ilk defa net giriş gerçekleşti.

2009 ilk yarısında fonlarda en büyük giriş 34 milyar Euro ile Fransa'da gözlemlendi. İlk çeyrekte para piyasası fonlarında 41 milyar Euro giriş ilk yarı rakamlarını da etkiledi.

## Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

2009 yılının ikinci çeyreği sonunda hisse senedi fonları net aktif değeri 2008 sonuna göre %11,1 oranında artışla ( 128 milyar Euro ) en hızlı yükselişi göstermiştir. Hisse senedi fonlarını, bono ve dengeli fonlar takip etmiş, net aktif değerleri sırasıyla %5,8 ve %5 oranında yükselmiştir. Aynı dönemde para piyasası fonlarının varlıkları da %2,2 oranında artmıştır. Fon sepeti fonlarının net aktif değeri ise %15,6 oranında düşmüştür. Fon kategorilerinin 2005 yılı sonundan itibaren gelişimine bakıldığında, 2007 yılı sonuna kadar istikrarlı şekilde yükselen hisse senedi fonları, 2008 yılı boyunca piyasaların aşağı yönlü trendine paralel düşüş yaşamıştır. 2009

## UCITS Varlıklarının Kategorilere Göre Dağılımı<sup>(1)</sup>

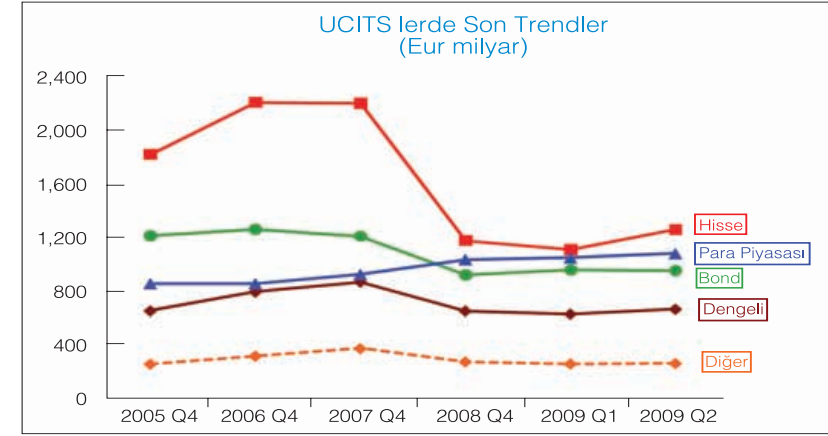
UCITS türleri	30/06/2009		31/03/2009 göre değişim		31/12/2008 göre değişim	
	EUR m	Pay	% değişim <sup>(2)</sup>	EUR m	% değişim <sup>(3)</sup>	EUR m
Hisse	1,281	31%	19.0%	204	11.1%	128
Dengeli	668	16%	9.1%	56	5.0%	32
<b>Toplam Hisse ve Dengeli</b>	<b>1,949</b>	<b>47%</b>	<b>15.4%</b>	<b>260</b>	<b>9.0%</b>	<b>161</b>
Tahvil	959	23%	7.5%	67	5.8%	53
Para Piyasası	1,046	25%	-4.0%	-43	2.2%	22
Fon Sepeti <sup>(4)</sup>	54	1%	19.6%	9	-15.6%	-10
Diğer	180	4%	0.2%	0	-2.3%	-4
<b>Tüm fonlar (İrlanda ve Hollanda dahil)</b>	<b>4.188</b>	<b>100%</b>	<b>7.5%</b>	<b>293</b>	<b>5.6%</b>	<b>221</b>
	<b>4,788</b>	<b>-</b>	<b>7.4%</b>	<b>330</b>	<b>5.4%</b>	<b>246</b>

(1) İrlanda verisi bulunmamaktadır. (2) Mart 2009 sonu - Haziran 2009 sonu. (3) 2008 sonu - Haziran 2009 sonu. (4) Fransa, Lüksemburg, İtalya ve Almanya'da bulunan fon sepeti hariç.

yılının ilk çeyreğinde düşüş trendi yaşanmış, sonrasında trend tekrar yukarı yöne hareketlenmiştir. Bono ve Dengeli fonlarda yatay bir seyir yaşanırken, Para piyasası fonlarında aşağı yönlü trend başlamıştır.

### Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

Avrupa'da yatırım fonları büyüklüğü 2.çeyrekte bir önceki çeyreğe göre %6,6 büyüyerek 6,4 trilyon Euro'ya yükseldi. Buna göre, net aktif değer UCITS'lerde %7,4 yükselişle 4,8 trilyon Euro, Non-UCITS'lerde ise %4,2 yükselişle 1,6 trilyon Euro oldu. 2009 yılı ikinci çeyreğinde UCITS'lerin toplam



yatırımlar içerisindeki payı 4,8 trilyon Euro ile %75 seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde özellikle Norveç, İn-

giltere, Lihtenştayn, Türkiye ve İsveç fon endüstrilerinde büyüme görülmüştür.

### Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

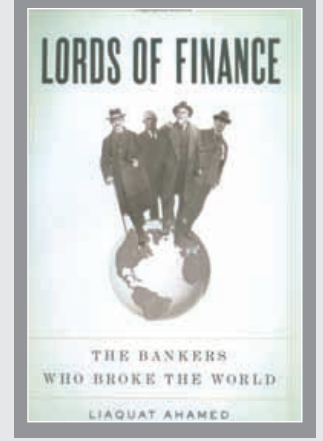
Üye Ülkeler	06/30/2009		03/31/2009		31/12/2008	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim <sup>(1)</sup>	EUR m	% değişim <sup>(2)</sup>
Avusturya	129,156	2.0%	122,970	5.0%	127,729	1.1%
Belçika	84,311	1.3%	84,630	-0.4%	91,884	-8.2%
Bugaristan	155	0.0%	146	5.5%	164	-5.9%
Çek Cumhuriyeti	4,163	0.1%	3,849	8.2%	4,490	-7.3%
Danimarka	94,962	1.5%	93,728	1.3%	97,861	-3.0%
Finlandiya	45,564	0.7%	40,417	12.7%	41,338	10.2%
Fransa	1,359,973	21.3%	1,301,438	4.5%	1,294,865	5.0%
Almanya	934,795	14.7%	902,518	3.6%	904,899	3.3%
Yunanistan	9,859	0.2%	8,983	9.8%	10,424	-5.4%
Macaristan	9,079	0.1%	8,084	12.3%	9,537	-4.8%
İrlanda	671,915	10.5%	632,384	6.3%	647,054	3.8%
İtalya	240,865	3.8%	238,317	1.1%	252,563	-4.6%
Lihtenştayn	20,651	0.3%	19,183	7.6%	17,800	16.0%
Lüksemburg	1,631,256	25.6%	1,526,563	6.9%	1,559,653	4.6%
Hollanda <sup>(3)</sup>	69,200	1.1%	64,400	7.5%	67,500	2.5%
Norveç	36,937	0.6%	31,930	15.7%	29,517	25.1%
Polonya	17,060	0.3%	14,562	17.2%	17,864	-4.5%
Portekiz	25,234	0.4%	24,111	4.7%	25,058	0.7%
Romanya	1,839	0.0%	1,427	28.9%	1,701	8.1%
Slovakya	3,122	0.0%	3,038	2.8%	3,328	-6.2%
Slovenya	2,032	0.0%	1,763	15.3%	1,881	8.0%
İspanya	193,523	3.0%	194,945	-0.7%	203,498	-4.9%
İsveç	97,746	1.5%	83,062	17.7%	86,604	12.9%
İsviçre	145,062	2.3%	130,569	11.1%	134,805	7.6%
Türkiye	15,343	0.2%	15,081	1.7%	13,547	13.3%
İngiltere	534,527	8.4%	436,421	22.5%	442,157	20.9%
<b>Tüm fonlar</b>	<b>6,378,327</b>	<b>100.0%</b>	<b>5,984,519</b>	<b>6.6%</b>	<b>6,087,723</b>	<b>4.8%</b>
UCITS varlıkları	<b>4,788,161</b>	<b>75.1%</b>	<b>4,458,511</b>	<b>7.4%</b>	<b>4,542,094</b>	<b>5.4%</b>
Non - UCITS	<b>1,590,166</b>	<b>24.9%</b>	<b>1,526,008</b>	<b>4.2%</b>	<b>1,545,629</b>	<b>2.9%</b>

(1) Mart 2009 - Haziran 2009 sonu. (2) 2008 sonu - Haziran 2009 sonu. (3) 2008 sonu verileri.

## Finansın Lordları

**F**inansın Lordları: Dünyayı Yıkan Bankacılar (Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World), çok yerinde bir zamanlama ile ekonomi tarihi ve özellikle 1929 Büyük Buhranı'nı canlı biçimde resmeden bir çalışma... Yazar Liaquat Ahamed, 1930'lardaki küresel depresyona neden olan güven eksikliği ile günümüzün finansal krizine öncülük yapan riskin hesaplanmasındaki yanlışlıklar arasında paralellik çiziyor. Daha önceki biyografileri ile de ekonomi tarihini kişiselleştirirken Ahamed, bu kez altın standardına geçiş döneminde dört tarihi karakter üzerine odaklanıyor. Kendini beğenmişlikleri ve inatçılıkları ile modern zamanların en ağır depresyonuna neden olan bu dört kişi şöyle: New York Federal Reserve'in morfin kullanan, savurgan Başkanı Benjamin Strong Jr, İngiltere Merkez Bankası'nın maneviyat arayışındaki Başkanı Montagu Norman, Fransa Merkez Bankası'nın yabancı düşmanı Başkanı Emile Moreau ve Nazilere yakın düşüncelere sahip ve doğumu olmasa da yaradılış olarak Prusyalı olan Reichsbank Başkanı Hjalmar Schacht. Bunlar o dönem dünya

ekonomisini kontrol eden dört ülkenin en önemli finansçılardı. Washington Post'da kitapla ilgili olarak yer alan bir yazıda, 1918 yılında dünyanın dört büyük merkez bankasının bir ateşkes imzalayarak, tüm ülkeleri altın standardı disiplinine geri dönmeye zorladıkları vurgulandı. Yazıda, Liaquat Ahamed'in bunu çok zarar verici bir karar olarak tanımladığı ve altın standardının 1930 Büyük Buhranı'nda büyük rol sahibi olduğu ifade edildi. Altın standardının 1930 depresyonundaki rolü ile ilgili olarak daha önce de kitaplar yazıldı. Ancak eski bir Dünya Bankası çalışanı ve halen hedge fon danışmanı olan Ahamed, bu öyküyü bir yandan kişiselleştirirken diğer yandan dar görüşlü tercihlerin nasıl kötü kararlara öncülük ettiğini de gösteriyor. Ekonomiyle ilgilenmeyenlerin bile, 20. yüzyılın başında refah ve güç dengesine tarihsel bir bakış atacakları bu kitap dünya finans tarihi ile ilgili yeni bir kitabın yazarı duayen ekonomi tarihçisi Niall Ferguson'un dediği gibi, "Bu kitabın ne kadar iyi bir zamanlama ile yayımlandığını Ahamed bile öngöremezdi. Tarih tekrür ettikçe, cazibesi artacaktır."



**Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World**

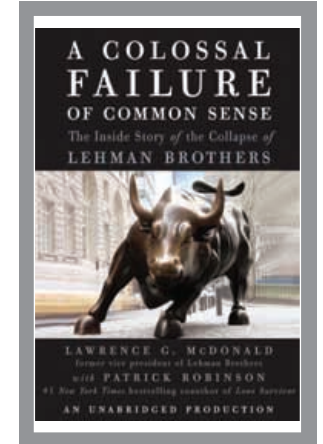
**Liaquat Ahamed**

Penguin Press, Ocak 2009, 576 sayfa

## Lehman Brothers'ın batışının öyküsü

**F**inansal krizdeki en büyük sorulardan biri de şimdiye dek yanıtlanmadı: Küresel ekonomiyi artçı şoklar sarsarken, Lehman Brothers'a ne oldu ve batmasına niçin izin verildi? Haber değeri de olan bu kitapta, Lehman Brothers'ın eski başkan yardımcısı bize içerden en doğru cevapları veriyor. Bir Wall Street çalışanı olan Larry McDonald kitabında, şimdiye kadar hiçbir kitabın yapmadığını yapıyor ve oyunun konuşulmayan kurallarını ve kültürünü gözler önüne seriyor. Larry McDonald'ın Massachusetts'ten başlayıp Lehman Brothers'ın New York merkezine kadar uzanan insani öyküsüne yer veren kitap, Amazon.com'un en çok satan ekonomi kitapları listesinde ilk sıralarda yer alıyor. "Sağduyunun Muazzam Başarısızlığı: Lehman Brothers'ın Çöküşünün İçerden Öyküsünde" (A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers), dev yatırım bankasının çöküşünün çaresiz ve insafsız bir şekilde yaklaşmakta olduğuna tanık olanların şahitliğine yer

veriliyor. New York Times'ta yer alan bir yazıda kitabın okuyuculara Lehman Brothers'ta çalışmanın neye benzediği konusundaki sarsıcı duyguyu verdiği dile getiriliyor. En tepede, pervasız ve büyüme bağımlısı yöneticileri görüyoruz. Burada karşılaştığımız Wall Street acımasız bir yer. Keskin zeka, kibir, hırs, insafsızlık ve diğer insani özellikler güçlü bir biçimde karışarak bazen dev bankanın servetini artırıyor ancak sonunda yok ediyor. Lehman Brothers'ın iflasının etkisi hala ölçülmeyi bekliyor. Ancak şurası kesin ki; bu Amerika'nın –ve dünyanın- finansal sistemini mahveden bir darbeydi. Ne yazık ki olması gerekmiyordu. Bu kitap, olması gerekmeyen bir batışın niçin ve nasıl gerçekleştiğinin öyküsüdür. Wall Street Journal'ın tanımıyla, şirketini batmayacak kadar büyük olarak tanımlayan bir CEO'nun başına gelenler... Halen Pangea Capital Management'in başkanı olan Lawrence G. McDonald, 2008'e kadar Lehman Brothers'ın sorunlu borçlar ve değişken menkul değerler başkan yardımcısıydı.

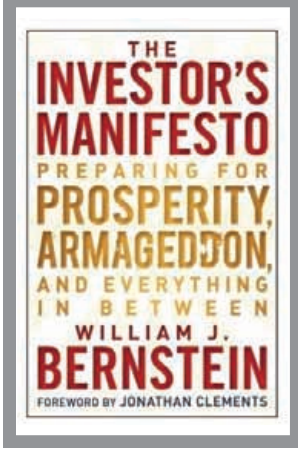


**A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers**

**Lawrence G. McDonald**

Crown Business, Temmuz 2009, 368 sayfa

# Yatırımcının Manifestosu



**The Investor's Manifesto: Preparing for Prosperity, Armageddon and Everything in Between**

**William S. Bernstein**

Wiley Publishing, Kasım 2009, 224 sayfa

**Ç**ok satan ekonomi kitaplarının yazarı William J. Bernstein, bu kez yaşam boyu bir yatırım planı rehberiyle okuyucuların karşısında. Bernstein, piyasalardaki alt üst oluş döneminde, sadece kötü zamanlarda değil, iyi zamanlarda da kullanılacak, derinlemesine kavrayış ve pratik önerilerle dolu bir çalışma hazırladı. "Yatırımcının Manifestosu: Refaha, Kıyamet Gününe ve Arasındaki Her Şeye Hazırlanmak" (The Investor's Manifesto: Preparing for Prosperity, Armageddon and Everything in Between), risk ve getiri arasındaki ilişkiyi irdelerken; yatırımcılara şu konularda yardımcı olmayı planlıyor: Yatırım endüstrisinde iş yaparken nasıl hayatta kalınabilir, piyasa etkinliğinin pratik anlamı, ne kadar tasarruf edilmesi gerekir, panikler ve çılgınlıklarda ayakta durabilme disiplini nasıl edinilebilir, finansal güvenlik ve özgürlüğü sağlamak için hangi araçlar kullanılabilir. Yatırım ve emeklilik portföylerinin daha ön-

ceki yönetim stratejileri son finansal krizle beraber işlevsiz kaldı. Bernstein, son iki yılda finansal ortamın nasıl değiştiğini inceledikten sonra, yatırımcıların bu ortamda neler yapabileceğini ve zaman içinde refahını arttırmak için hangi yatırım yaklaşımlarını uygulayabileceğini irdeliyor. Yatırım ve tasarruf sorunlarını kendi sorunu gibi algılayıp çözüm geliştiren Bernstein, tüm teknik öneri ve analizlerin yanı sıra, yatırımcılara düzenli olarak yön veren duygu ve tavırlara da yer veriyor. Menkul değer seçim ve çeşitlendirme stratejilerinde usta konumundaki William S. Bernstein, bir finansal teorisyen olduğu kadar, bağımsız yatırımcıların da kahramanı. Bernstein'in kitaplarından "Yatırımın Dört Temel Taşı" Scala Yayıncılık tarafından Türkçe'ye kazandırıldı. Son kitabı "A Splendid Exchange; How Trade the World", ticaretin; savaşların, sömürünün ve jeopolitiğin en önemli unsuru olduğunu vurguluyor ve serbest ticaret olgusunu irdeliyor.

# Stephen Roach'ın Asya'sı



**Stephen Roach on the Next Asia: Opportunities and Challenge for A New Globalization**

**Stephen Roach**

Wiley Publishing, Eylül 2009, 432 sayfa

**A**nya bölgesi, Morgan Stanley'in kıdemli asya uzmanı Stephen Roach'ın kişisel tutkusu oldu. "Yeni Asya'ya Stephen Roach'ın Bakışı: Yeni Bir Küreselleşme İçin Fırsatlar ve Meydan Okuyuşlar" da (Stephen Roach on the Next Asia: Opportunities and Challenge for A New Globalization) yazarın sadece Asya konusunda değil, geniş anlamda bölgenin küreselleşmiş finansal piyasalara nasıl eklemlendiğini de irdelleyen 70'ten fazla araştırma makalesi yer alıyor. Kitap, Asya faktörünün statik bir konsept olmadığını, daha çok sürekli değişen ve gelişen bir bölge olduğunu savunuyor. Kitap; Asya'nın küreselleşmedeki kritik rolü, Çin ekonomisinin yeniden dengeye oturması, entegrasyon ve rekabet için yeni bir bölgesel ortak çalışma ve bu değişimde yaşanacak risklerin açık bir biçimde tartışılması gibi bölümlerden oluşuyor. Okuyucuların da dünyanın en dinamik bölgesini anlamasını ve buradan karlı çıkmasını hedefliyor. Son üç yılda Roach tarafından yazılmış makalelerden olu-

şan kitap, modern ekonomi tarihinin en zorlu dönemini de analiz ediyor. Roach, bu şekilde küresel ekonomik krize de bakıyor ve bunun küreselleşme üzerindeki etkilerini tartışıyor. Çin'in ekonomisini yeniden dengeye oturturken, karşılaşacağı sorunlar detaylı bir biçimde incelenirken, ticaret konusunda gerilen ABD-Çin ilişkilerini de analiz ediyor. Ayrıca Japonya, Hindistan ve Güney Kore'nin karşılaşacağı sorunlara da yer veriyor. Evet, Asya ekonomileri Çin'in öncülüğünde küresel krizden kurtulmuş gibi gözüküyor. Eski Asya'nın büyümesi her zaman küresel büyüme motorunun kapasitesi ile ilgiliydi. Ancak bu kez Asya'nın 3.5 milyar tüketicisi bölgedeki ekonomik kalkınmanın şekillenmesinde gittikçe artan büyük bir rol oynuyor. Yazar, kitabın sonuç bölümünde, Asya Yüzyılı umutları ve rüyanın gerçek olması için neler yapılması gerektiğini açıklıyor. Son 30 yılına oranla çok farklı bir döneme giren Asya, Yeni Asya'dan, Asya Yüzyılı'na geçebilecek mi? Roach, işte bu değerli rehber kitapta bu sorunun yanıtını arıyor.

# KYD ENDEKSLERİ

KYD Fon Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	365.60	0.06	0.65	3.32	-31.25
	31 Temmuz 09	480.24	2.18	4.56	7.52	31.36
	31 Ağustos 09	520.37	0.26	0.67	8.36	42.34
	30 Eylül 09	533.09	0.80	2.14	2.44	45.82
B Tipi	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	1017.96	0.04	0.24	1.15	12.54
	31 Temmuz 09	1064.29	0.05	0.14	0.52	4.55
	31 Ağustos 09	1068.76	0.04	0.05	0.42	4.99
	30 Eylül 09	1073.41	0.02	0.12	0.44	5.45

KYD YTL Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
30 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	487.13	0.04	0.29	1.48	17.89
	31 Temmuz 09	521.81	0.02	0.16	0.75	7.12
	31 Ağustos 09	525.65	0.06	0.15	0.74	7.91
	30 Eylül 09	529.07	0.02	0.15	0.65	8.61
91 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	633.67	0.05	0.41	1.78	18.41
	31 Temmuz 09	689.95	0.02	0.16	0.89	8.88
	31 Ağustos 09	695.60	0.06	0.12	0.82	9.77
	30 Eylül 09	701.61	0.06	0.22	0.86	10.72
182 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	785.05	0.06	0.60	2.58	19.32
	31 Temmuz 09	871.94	-0.02	0.32	1.36	11.07
	31 Ağustos 09	880.15	0.07	0.13	0.94	12.11
	30 Eylül 09	891.05	0.10	0.30	1.24	13.50
365 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	734.61	0.12	1.02	4.95	20.22
	31 Temmuz 09	842.29	-0.02	0.66	2.09	14.66
	31 Ağustos 09	853.40	0.07	-0.06	1.32	16.17
	30 Eylül 09	870.15	0.17	0.56	1.96	18.45
547 GÜN	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	160.50	0.10	1.03	6.50	19.42
	31 Temmuz 09	188.28	-0.01	1.13	2.95	17.31
	31 Ağustos 09	192.01	0.01	-0.20	1.98	19.63
	30 Eylül 09	196.24	0.20	0.66	2.20	22.27
TÜM	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	682.82	0.08	0.76	4.69	18.60
	31 Temmuz 09	777.75	0.02	0.86	2.18	13.90
	31 Ağustos 09	788.75	0.05	0.00	1.41	15.51
	30 Eylül 09	802.90	0.14	0.42	1.79	17.59

KYD FX DIBS Bono Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	127.81	0.24	0.33	1.21	3.17
	31 Temmuz 09	130.07	0.01	0.04	0.07	1.77
	31 Ağustos 09	130.05	0.01	0.04	-0.02	1.75
	30 Eylül 09	130.25	0.01	0.04	0.15	1.91
USD - TL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	118.28	0.86	1.02	-2.90	35.77
	31 Temmuz 09	116.11	-0.52	-0.56	-3.59	-1.84
	31 Ağustos 09	118.12	0.38	1.31	1.73	-0.14
	30 Eylül 09	116.75	-0.33	0.28	-1.16	-1.29
EUR	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	111.79	0.01	0.04	0.18	-0.80
	31 Temmuz 09	113.22	0.02	0.09	0.39	1.28
	31 Ağustos 09	113.64	0.02	0.09	0.37	1.66
	30 Eylül 09	114.04	0.02	0.09	0.35	2.01
EUR - TL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	121.56	-0.34	0.92	6.65	26.2
	31 Temmuz 09	119.00	-0.19	-1.23	-3.11	-2.11
	31 Ağustos 09	122.93	-0.09	1.20	3.30	1.13
	30 Eylül 09	124.72	0.05	-0.74	1.46	2.60

KYD EUROBOND Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
USD	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	182.70	0.00	0.67	12.34	0.88
	31 Temmuz 09	206.32	0.16	0.51	2.78	12.93
	31 Ağustos 09	209.82	0.07	0.42	1.70	14.84
	30 Eylül 09	214.91	0.53	-0.31	2.43	17.63
USD - TL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	169.63	0.63	1.37	7.82	32.53
	31 Temmuz 09	184.83	-0.37	-0.09	-0.95	8.96
	31 Ağustos 09	191.33	0.44	1.71	3.52	12.79
	30 Eylül 09	193.52	0.19	-0.06	1.14	14.08
EUR	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	148.08	0.00	0.44	4.92	0.45
	31 Temmuz 09	165.45	0.14	0.27	1.57	11.73
	31 Ağustos 09	167.70	0.11	0.31	1.36	13.25
	30 Eylül 09	171.90	0.10	0.74	2.50	16.09
EUR - TL	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	183.95	-0.35	1.32	11.64	25.71
	31 Temmuz 09	199.60	-0.06	-1.02	-1.88	8.51
	31 Ağustos 09	208.41	0.01	1.45	4.41	13.30
	30 Eylül 09	216.17	0.14	-0.05	3.72	17.52

KYD O/N REPO Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
NET	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	269.13	0.03	0.22	1.08	15.28
	31 Temmuz 09	283.55	0.02	0.13	0.59	5.36
	31 Ağustos 09	285.13	0.05	0.12	0.56	5.95
	30 Eylül 09	286.62	0.02	0.12	0.52	6.50
BRÜT	31 Aralık 2007 - 31 Aralık 2008	341.88	0.04	0.28	1.26	17.5
	31 Temmuz 09	363.80	0.02	0.16	0.71	6.41
	31 Ağustos 09	366.29	0.06	0.15	0.68	7.14
	30 Eylül 09	368.58	0.02	0.14	0.63	7.81



# Yatırım Fonlarında Üçüncü Çeyrek

## Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi yılın üçüncü çeyreğinde nette %28,35, reel olarak da %27,91 oranında getiri elde etmiştir. FM A Tipi Endeksi, nette %20,56 , reel olarak %20,14 oranında değer kazanırken, FM B Tipi Endeksi, nette %1,32 , reel olarak ise %0,98 oranında değer kazanmıştır. İMKB 100 endeksinin, ilk altı aylık süren yükselişi, yılın üçüncü dönemimde de devam etmiştir. FM A Tipi ve FM B Tipi endeksi de dönemi pozitif getiri ile kapatmıştır.

	1 Temmuz 09	1 Ekim 09	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	1116.19	1345.63	20.56%	20.14%
FM B Tipi	1527.83	1548.06	1.32%	0.98%
İMKB 100	37245.86	47804.39	28.35%	27.91%

## Fonlardaki Büyüme

Yılın üçüncü çeyreğinde, A Tipi fonların portföy değeri %28 oranında, yatırımcı sayısı da %1,24 oranında artış göstermiştir. B Tipi fonların ise, yatırımcı sayıları %0,44, portföy değerleri de %5 oranında artmıştır. A Tipi fonlarda , Hisse Fonu hariçinde yatırımcı sayısı azalan fon türü bulunmazken, B Tipi fonlarda, Değişken Fon ve Yabancı Fonlardan çıkış yaşanmıştır. Ayrıca fon türleri ve tiplerinin genel itibarıyla bağlı oldukları A Tipi ve B Tipi fon endekslerindeki değişimden arındırdığımız, Fon Endekslerine Göre Değişim sütununda ise, A Tipi fonların %7,30, B Tipi fonların ise %3,39 oranında arttığını, tüm piyasanın da toplamda %10,69 oranında büyüdüğünü görebiliriz.

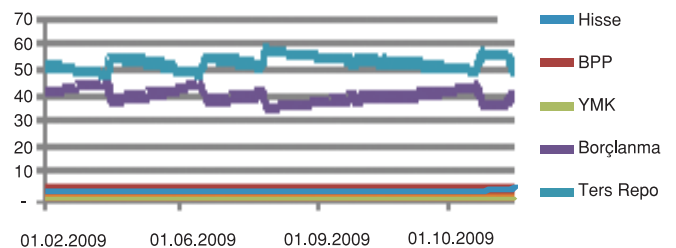
Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Fon Endekslerine göre Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
A Tipi	Değişken Fon	168.88	219	30	15,096	16,029	6.18	9.12%	0.59	0.73
A Tipi	Endeks Fon	187.25	224.68	20	13,922	15,245	9.5	-0.58%	0.65	0.75
A Tipi	Fon Sepeti	3.33	3.88	16	19	23	21.05	-4.10%	0.01	0.01
A Tipi	Hisse Fon	90.97	120.74	33	14,718	12,004	-18.44	12.16%	0.32	0.4
A Tipi	İştirak Fon	39.27	78.05	99	1,987	2,469	24.25	78.17%	0.13	0.26
A Tipi	Karma Fon	227.98	271.43	19	143,509	145,801	1.59	-1.51%	0.8	0.9
A Tipi	Sektör Fonu	0.13	0.19	45	49	68	38.77	24.22%	0	0
A Tipi	Yab.Menk.Kıym.Fonu	0.85	0.84	-1	441	450	2.04	-21.31%	0	0
A Tipi Toplamı		718.65	918.8	28	189,741	192,089	1.24	7.30%	2.53	3.07
B Tipi	Değişken Fon	1,913.14	2,711.46	42	204,823	200,175	-2.26	40.40%	6.73	9.06
B Tipi	Endeks Fon	122.71	127.5	4	1	1	0	2.57%	0.43	0.42
B Tipi	Fon Sepeti	9.88	11.57	17	91	140	53.84	15.81%	0.03	0.03
B Tipi	Hisse Fon	1.51	3.19	111	489	657	34.35	109.42%	0	0.01
B Tipi	İştirak Fon	136.15	142.24	4	14,878	15,877	6.71	3.15%	0.47	0.47
B Tipi	Karma Fon	23,205.17	22,446.89	-3	2,810,642	2,818,915	0.29	-4.58%	81.7	75.04
B Tipi	Sektör Fonu	2,276.31	3,519.05	55	101,854	110,929	8.9	53.27%	8.01	11.76
B Tipi	Yab.Menk.Kıym.Fonu	19.33	28.55	48	4,926	4,834	-1.86	46.37%	0.06	0.09
B Tipi Toplamı		27,684.22	28,990.45	5	3,137,704	3,151,528	0.44	3.39%	97.47	96.93
Tüm Piyasa		28,402.87	29,909.25	5	3,327,445	3,343,617	0.49	10.69%		

\*Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Nisan 2009 — 1 Temmuz 2009 verileri ile)

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

## Portföylerin Varlık Dağılımları

2009'un üçüncü çeyreğinde, tüm yatırım fonlarının varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %50, Kamu Borçlanma %40, Hisse %5, BPP %4 seviyelerinde seyretmektedir.



## Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	03.10.2008	01.10.2009	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Fon Endekslerine Göre
<b>A Tipi</b>	556	919	65.33%	57.05%	21.03%
<b>B Tipi</b>	24,134	28,990	20.12%	14.11%	10.16%
<b>Toplam</b>	24,690	29,909	21.14%	15.07%	

Portföy değerlerini karşılaştırmak için üstteki tabloda da görebileceğiniz gibi, bir yıllık değişimlerini enflasyondan arındırdıktan sonra, buldukları endeksteki değişimlerinden de arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasında; A Tipi fonların %57,05, B Tipi fonların %14,11, tüm pazarın da %15,07 gibi bir oranda büyüdüğünü görmekteyiz.

## Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	03.10.2008	01.10.2009	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
<b>A Tipi</b>	985.08	1,345.63	36.60%	29.76%
<b>B Tipi</b>	1,419.71	1,548.06	9.04%	3.58%
<b>İMKB</b>	34,553.00	47,804.39	38.35%	31.42%

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloda, tüm endeksler dönemi artı değerlerde kapatmış ve enflasyona yenilmemiştir. İMKB endeksine baktığımızda, %38,35 reel olarakta %31,42 gibi bir oranda artış 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	168.88	23%	1%	219	24%	1%	30%	15,096	8%	0%	16,029	8%	0%	6%	1%	1%	27%
A Tipi	Endeks Fon	187.25	26%	1%	224.68	24%	1%	20%	13,922	7%	0%	15,245	8%	0%	10%	6%	7%	11%
A Tipi	Fon Sepeti	3.33	0%	0%	3.88	0%	0%	16%	19	0%	0%	23	0%	0%	21%	7%	7%	0%
A Tipi	Hisse Fon	90.97	13%	0%	120.74	13%	0%	33%	14,718	8%	0%	12,004	6%	0%	-18%	8%	8%	7%
A Tipi	İştirak Fon	39.27	5%	0%	78.05	8%	0%	99%	1,987	1%	0%	2,469	1%	0%	24%	8%	12%	48%
A Tipi	Karma Fon	227.98	32%	1%	271.43	30%	1%	19%	143,509	76%	4%	145,801	76%	4%	2%	33%	36%	9%
A Tipi	Sektör Fonu	0.13	0%	0%	0.19	0%	0%	45%	49	0%	0%	68	0%	0%	39%	4%	5%	14%
A Tipi	Yab.Menk.Kty.	0.85	0%	0%	0.84	0%	0%	-1%	441	0%	0%	450	0%	0%	2%	5%	5%	-9%
<b>Tüm A Tipleri</b>		<b>719</b>	<b>-</b>	<b>3%</b>	<b>919</b>	<b>-</b>	<b>3%</b>	<b>28%</b>	<b>189,741</b>	<b>-</b>	<b>6%</b>	<b>192,089</b>	<b>-</b>	<b>6%</b>	<b>1%</b>	<b>1.95%</b>	<b>2.21%</b>	<b>13%</b>
B Tipi	Değişken Fon	1,913.14	7%	7%	2,711.46	9%	9%	42%	204,823	7%	6%	200,175	6%	6%	-2%	14%	24%	67%
B Tipi	Endeks Fon	122.71	0%	0%	127.5	0%	0%	4%	1	0%	0%	1	0%	0%	0%	0%	0%	-3%
B Tipi	Fon Sepeti	9.88	0%	0%	11.57	0%	0%	17%	91	0%	0%	140	0%	0%	54%	2%	2%	10%
B Tipi	Karma Fon	1.51	0%	0%	3.19	0%	0%	111%	489	0%	0%	657	0%	0%	34%	18%	35%	95%
B Tipi	Kıy.Mad.Fonlar	136.15	0%	0%	142.24	0%	0%	4%	14,878	0%	0%	15,877	1%	0%	7%	26%	26%	-1%
B Tipi	Likit Fon	23,205.17	84%	82%	22,446.89	77%	75%	-3%	2,810,642	90%	84%	2,818,915	89%	84%	0%	13%	13%	0%
B Tipi	Tahvil ve Bono	2,276.31	8%	8%	3,519.05	12%	12%	55%	101,854	3%	3%	110,929	4%	3%	9%	16%	24%	49%
B Tipi	Yab.Menk.Kty.	19.33	0%	0%	28.55	0%	0%	48%	4,926	0%	0%	4,834	0%	0%	-2%	14%	23%	61%
<b>Tüm B Tipleri</b>		<b>27,684.22</b>	<b>-</b>	<b>97%</b>	<b>28,990.45</b>	<b>-</b>	<b>97%</b>	<b>5%</b>	<b>3,137,704</b>	<b>-</b>	<b>94%</b>	<b>3,151,528</b>	<b>-</b>	<b>94%</b>	<b>0%</b>	<b>13%</b>	<b>16%</b>	<b>21%</b>
<b>Tüm Piyasa</b>		<b>28,402.87</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>29,909.25</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5%</b>	<b>3,327,445</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3,343,617</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>	<b>21%</b>
*Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Temmuz 2009—1 Ekim 2009 verileri ile)																		
*KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı—Yatırımcı Hesap Sayısı)																		
Doluluk Oranı (Dolaşımdaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi)																		

2009 yılının üçüncü çeyreğinde fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda, A Tipi fonların portföy değerleri %28, B Tipi Fonların portföy değerleri %5 oranında artarken, tüm piyasa %5 oranında büyümüştür. Tüm piyasanın yatırımcı sayılarında yüzdelik bir değişim yaşanmamıştır. B Tipi Fonlar tüm piyasanın %94'lük bir kısmını

oluştururken, A Tipi fonlar, piyasanın %6'sını oluşturmaktadır. A Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları %13 oranında, B Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları, %21 artış göstermiştir. Sonuç olarak; ikinci çeyreğe baktığımızda, portföy büyüklüğü ve doluluk oranlarında, ilgili dönemde artışlar yaşanmıştır.

## Fon Endeksleri ve Değişimler

2009 yılının üçüncü çeyreği itibariyle fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda; IMKB endeksinin geçtiğimiz dönemdeki büyük yükselişinden dolayı tüm endekslerin arttığını ve yatırımcılarını enflasyona karşı koruduğunu 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	03.10.2008 Değeri	01.10.2009 Değeri	%Değişim	Rel artış Tüfe'ye göre
A Tipi Fonlar Endeksi	50	985.08	1,345.63	36.6	34.72
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1,419.71	1,548.06	9.04	8.54
Likit Fon Endeksi	15	1,410.74	1,523.88	8.02	7.57
Endeks Fon Endeksi	10	324.34	423.17	30.47	28.89
Hisse Fon Endeksi	10	736.19	1,027.83	39.61	37.58
Karma Fon Endeksi	15	1,299.95	1,698.60	30.67	29.08
İştirak Fon Endeksi	1	884.64	1,435.43	62.26	59.09
Sektör Fonu Endeksi	1	807.9	1,071.18	32.59	30.91
Yab. Menk. Kıym. Fon Endeksi	5	293.71	364.2	24	22.75
Değişken Fon Endeksi	25	1,422.44	1,687.17	18.61	17.63
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1,487.75	1,779.34	19.6	18.57
FM 30 Endeksi	30	1,296.58	1,432.14	10.46	9.88
FM 50 Endeksi	50	1,273.10	1,415.53	11.19	10.58
Fon Sepeti Endeksi	3	93.13	139.24	49.52	46.99

## 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	646.88	804.3	24.33%	22,502	23,430	4.12%	20.21%	8.44	9.42
Diğer Fonlar	1,134.03	1,341.20	18.27%	41,625	44,684	7.35%	10.92%	14.79	15.72
Gelir Amaçlı Fonlar	4,673.58	5,196.35	11.19%	177,026	188,402	6.43%	4.76%	60.98	60.9
İhtisaslaşmış Fonlar	24.96	31.54	26.37%	927	928	0.13%	26.24%	0.32	0.36
Para Piyasası Fonları	1,183.96	1,157.88	-2.20%	50,622	48,585	-4.02%	1.82%	15.44	13.57
TümPiyasa	7,663.41	8,531.27	11.32%	292,701	306,029	4.55%	6.77%	-	-

\*Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Temmuz 2009—1 Ekim 2009 verileri ile)

\*KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı–Yatırımcı hesap sayısı) Kaç bireyin emeklilik planı olduğunu göstermez

Emeklilik fonlarının 2009 yılı üçüncü çeyreğinde portföy değerlerinin %11,32 artışının yanı sıra pay sayılarının da %4,55 oranında arttığını görebiliyoruz. Emeklilik fon pazarının büyümesi %6,77 civarında gerçekleşmiştir.

## Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Türleri	03.10.2008	01.10.2009	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	458.31	804.3	75.49%	66.70%
Diğer Fonlar	934.67	1,341.20	43.50%	36.31%
Gelir Amaçlı Fonlar	3,452.63	5,196.35	50.50%	42.97%
İhtisaslaşmış Fonlar	18.8	31.54	67.71%	59.31%
Para Piyasası Fonları	897.62	1,157.88	28.99%	22.53%
Toplam	5,762.03	8,531.27	48.06%	40.64%

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasının, %48,06 büyüdüğünü, bu büyümeden enflasyonu çıkarttığımızda, emeklilik fonlarının net olarak %40,64 büyüdüğünü söyleyebiliriz.

## Portföylerin Varlık Dağılımları

2009 yılının üçüncü çeyreğinde tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %71, Repo %13, Hisse %9, Diğer %5 seviyelerinde seyretmektedir.

