

kurumsal
yatırımcıTürkiye Kurumsal Yatırımcı
Yöneticileri Derneğiadına İmtiyaz Sahibi
Gür ÇağdaşSorumlu Yazı İşleri Müdürü
Tülin Özaydın

Yayın Kurulu

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

Danışma Kurulu

Dr.Ahmet D.Erelçin
Belma Öztürkhal
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 - TKYDİş 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.trGrafik Tasarım
ve Baskıya hazırlıkİtalik Ajans
Tel: 0212-321 21 71

Baskı

Mart Matbaacılık
Tel: 0212-321 23 00TKYD Kurumsal Yatırımcı dergisi, TKYD tarafından
yatırımcıları bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır.
Bu dergide yer alan her türlü haber, bilgi ve yorumlar;
güvenilir olduğuna inanılan Kaynaklar tarafından
hazırlanmış araştırma raporları, değerlendirmeler,
atıflar, çeviriler ve istatistikî verilerden derlenmiştir.Dergide yer alan tüm yazılar ve içeriklerinden
yazarları sorumludur. Bilgilerin hata ve
eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından
doğabilecek zararlardan TKYD Kurumsal Yatırımcı
dergisi sorumlu değildir. Raporlarda yer alan bilgiler
kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

içindekiler

4 SEKTÖRDEN HABERLER

8 ANKET: PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ

12 YATIRIM FONLARINDA KURUMSAL YÖNETİM:
"FUND GOVERNANCE" KAVRAMI

Taliye YEŞİLÜRDÜ

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanlığı

16 EKONOMİST GÖRÜŞ
2010 BÜYÜME VE
ENFLASYONUN
DÖNÜŞÜİnan DEMİR
Finansbank Grup Baş Ekonomist

20 FON YÖNETİMİ

20 TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.

FLEXİ B TİPİ DEĞİŞKEN FON

Erkan BİLGÜN

Direktör Likit

Yatırım ve Emeklilik Fonları Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

22 YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.

B TİPİ DÜNYA FONLARI FON SEPETİ

Cenk TÜRELİ

Portföy Yönetimi Direktörü Hisse Senedi ve Karma
Fonlar Yapı Kredi Portföy A.Ş.

24 KAPAK

BES ÇALIŞTAYI

28 OECD RAPORU

DÜNYADA EMEKLİLİK FONLARI

31 EFAMA YILLIK RAPORU 2009

Sevgili Okurlar,

Küresel krizin etkisinde geçirilen bir yıldan sonra 2010 yılında bir yandan düzenleyicilerin aldıkları önlemlerle oluşturulmaya gayret edilen yeni dünya düzenine uyum sağlamaya çalışırken, bir yandan da ekonomimizin sağlıklı bir şekilde seyredebilmesi için kurumsal yatırımcılar olarak üzerimize düşen görevleri yerine getirmeliyiz.

Ülkemizde Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi'nin temsilcisi olan Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD), kurumsal sermaye tabanını genişletmeyi misyon edinerek fon endüstrisinin büyümesi için gerekli tüm çalışmalara yeni yılda da devam edecektir.

2009 yılı içinde yapılan çalışmalarımıza baktığımızda, arasında, 3.Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi Sektör Toplantısı, İstanbul Finans Merkezi (IFM) Projesi Eylem Planı Çalışmaları, Kolektif Yatırım Kurumları ve Portföy Yöneticiliği Kanunu taslağının hazırlanarak SPK'ya sunulması, 10.yıl etkinlikleri ve Dernek yönetiminin kamu otoritesi ile yıl içinde vergi ve mevzuat düzenlemelerine yönelik sürdürdüğü lobi çalışmaları sayılabilir.

TKYD, bu yıl 8 Şubat tarihinde Olağan Genel Kurul toplantısını yapacak. Yılın önemli gelişmelerinden biri hiç kuşkusuz ki yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe girmesi olacak. Yeni kanun ile TKYD, Birlik statüsüne geçerken etki alanı daha da genişleyecektir.

Son iki yılda yaşanan Global Finans Krizinde, ülkemiz finans sisteminin herhangi bir problem yaşamaması; istikrar ortamı; tek haneli rakamlara düşen enflasyon ve faiz oranları, marjların daralması, yatırımcının alternatif getiri ihtiyacını daha da fazla ortaya çıkaracak ve gelişmiş piyasa örneklerinde görüldüğü gibi Kolektif Yatırım Araçlarına ve Portföy Yönetimine olan talep hızla büyüyecektir.

Söz konusu gelişmeler ışığında dergimizin bu yılki ilk sayısında, portföy yönetimi sektörü ile ilgili yapmış olduğumuz bir anketle sektörümüzün mevcut durumunu değerlendirdik. İki bölümden oluşan anketin ilk bölümü sektör profili, ikinci bölümü ise 2010 yılı beklentilerine ayrıldı. Bunun yanı sıra, dünyada her geçen gün yükselen ve gelişme içinde olan Kurumsal yönetim kavramını da bu sayımızda ele aldık. Bu çerçevede Sermaye Piyasası Kurulu Başkanını Sayın Taliye Yeşilürdün'ün Yatırım Fonlarında Kurumsal Yönetim çalışması dergimizin diğer bir kapak konumunu oluşturmaktadır.

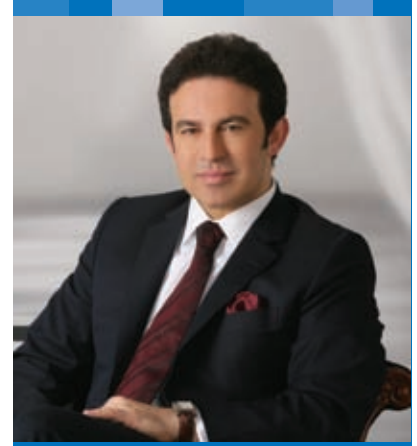
Dergimizde ayrıca, değerli bir ekonomistin 2010 yılında dünya ekonomisi beklentilerinin analizi, EGM ile birlikte organize edilen Bireysel Emeklilik Sistemi Çalıştayı'nı detaylı anlatan bir bölüm, kitap tanıtımları, fon yönetimi bölümü, ilk kez yer vereceğimiz resim müzayedelerine ilişkin bir röportaj, sektör analizinde altına dayalı yatırım araçlarına dair inceleme, mevzuat sayfamızda GYO tebliğinde yapılan değişiklikler ve beklentiler, fon dünyası yatırımcı kitaplığı, Bill Gates'in başarı öyküsünü anlatan çalışmalara yer verdik.

Esenlik ve başarı dolu bir yıl diliyorum.

Saygılarımla,

Gür Çağdaş

TKYD Yönetim Kurulu Başkanı



Gür Çağdaş
TKYD Başkanı

“ Yılın en önemli gelişmelerinden biri hiç kuşkusuz ki yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun yasalaşması olacak. Yeni kanun ile TKYD, Birlik statüsüne geçerken yatırım alanının da büyümesini bekliyoruz. ”

34 TKYD'DEN 2009-2010

36 MEVZUAT

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI'NA
İLİŞKİN YENİ DÜZENLEMELER

Halil İbrahim KAHVE

Araştırma Bölümü Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

38 GÜNCEL

SANATA YATIRIM

RÜŞTÜ SUNGUR

42 SEKTÖR ANALİZİ

ALTIN SEKTÖRÜ

B. Çağrı ÖZEL

Müdür Yardımcısı HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.

46 FON DÜNYASI

MORNINGSTAR SON 10 YILIN FON
YÖNETİCİLERİNİ SEÇTİ

Derleyen: Halim ÇUN

Gedik Portföy Yönetimi A.Ş. / Genel Müdür

GROSS'UN "PIMCO TOTAL RETURN" FONU,
TARİHİN EN BÜYÜĞÜ!

HİNDİSTAN'DA YATIRIM FONLARI BORSA'DA
İŞLEM GÖRÜYOR

MARSHALL WACE BYF KURUYOR

FARKLI BİR HEDGE FON MODELİ

ALTERNATİF YATIRIM FONLARI ÇOĞALIYOR!

50 MAKALE

BAŞARI TESADÜF OLAMAZ

DR. BELMA ÖZTÜRKAL

52 KİTAP TANITIMI

MAKROEKONOMİ
(TÜRKİYE'DEN ÖRNEKLERLE)

DR. MAHFİ EĞİLMEZ



53 FİNANSAL KRİZLER
VE TÜRKİYE
FATİH ÖZATAY

54 SERMAYE PİYASALARINA
AÇILAN PENCERE
N. Orhun KÖSTEM
Funda GÜNGÖR
Haluk ÖZDEMİR

56 YATIRIMCI KİTAPLIĞI

58 EFAMA
UCITS Pazarında Trendler

60 KYD ENDEKSLERİ

61 SEKTÖR VERİLERİ

SEKTÖRDEN HABERLER

YENİ İHRAÇLAR:

Katılma payları kayda alınanlar



1. Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.

Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu



2. Deniz Emeklilik ve Hayat A.Ş.

Likit Emeklilik Yatırım Fonu
Esnek Emeklilik Yatırım Fonu
Büyüme Amaçlı Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu
Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu
Gelir Amaçlı Kamu Dış Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu
Gruplara Yönelik Esnek Emeklilik Yatırım Fonu
Gruplara Yönelik Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu



3. Türkiye İş Bankası A.Ş.

Büyüme Amaçlı B Tipi Tahvil ve Bono Fonu
B Tipi Değişken TEMA Çevre Fonu
B Tipi Maksimum Likit Fon



4. Aegon Emeklilik ve Hayat A.Ş.

Esnek Emeklilik Yatırım Fonu



5. Vakıf Emeklilik A.Ş.

Gelir Amaçlı Gelire Endeksli Senetler Emeklilik Yatırım Fonu

YENİ FAALİYET İZİNLERİ:

1. Akbank T.A.Ş.'nin 500.000.000 TL başlangıç tutarlı "Akbank T.A.Ş. Franklin Templeton B.R.I.C. Ülkeleri B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Fonu"nun kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının Kurul kaydına alınmasına karar verilmiştir.
2. T. Garanti Bankası A.Ş.'nin 100.000.000 TL başlangıç tutarlı "T. Garanti Bankası A.Ş. MSCI Türkiye Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu"nun kuruluşuna izin verilmesine karar verilmiştir.
3. Kare Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 20 milyon TL başlangıç tutarlı B Tipi Değişken Fonu'nun kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının Kurul kaydına alınmasına karar verilmiştir.
4. Denizbank A.Ş.'nin 500 milyon TL başlangıç tutarlı "Denizbank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu"nun kuruluşuna izin verilmesine karar verilmiştir.
5. Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeksi Fonu kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının Kurul kaydına alınmasına karar verilmiştir.
6. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. B Tipi Altın Fonu kuruluşuna izin verilmesine ve katılma paylarının Kurul kaydına alınmasına karar verilmiştir.

ÖZEL DURUMLAR:

1. Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin "T. İş Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Korumalı İkinci, Üçüncü, Dördüncü, Beşinci ve Altıncı Alt Fonu"nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılanmıştır.

2. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu ve yatırım dönemi sona eren "Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı İkinci Yatırım Fonu" ile "Türk Ekonomi Bankası A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Dördüncü Yatırım Fonu"nun tasfiye edilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.

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

4. Fortis Bank A.Ş.'nin kurucusu olduğu ve yatırım dönemi sona eren Fortis Bank A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Üçüncü Yatırım Fonu ve Fortis Bank A.Ş. B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Dördüncü Yatırım Fonu ile halka arzı henüz gerçekleştirilmeyen Fortis Bank A.Ş. B Tipi Amerikan Hisse Senetleri Yabancı Menkul Kıymet Fonu, Fortis Bank A.Ş. B Tipi Gelişmekte Olan Ülkeler Hisse Senetleri Yabancı Menkul Kıymet Fonu, Fortis Bank A.Ş. B Tipi Avrupa Hisse Senetleri Yabancı Menkul Kıymet Fonu, Fortis Bank A.Ş. B Tipi Gelişmekte Olan Ülkeler Borçlanma Araçları Yabancı Menkul Kıymet Fonu'nun tasfiye edilmesine karar verilmiştir.

5. Kalkınma Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin kurucusu olduğu A Tipi Hisse Senedi Fonu ve B Tipi Tahvil Bono Fonu'nun tasfiye edilmesine karar verilmiştir.

6. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Garantili Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili Dolar Trend Alt Fonu ve B Tipi %100 Anapara Garantili TL Trend Alt Fonu'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılanmıştır.

7. Fortis Bank A.Ş.'nin kurucusu olduğu Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı İMKB 30 Endeks Birinci Alt Fon'un birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılanmıştır.

8. Anadolubank A.Ş.'nin kurucusu olduğu B Tipi Değişken Fonunun B Tipi Tahvil ve Bono Fonuna dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmiştir.

9. Global Portföy Yönetimi A.Ş.'nin sermayesinin 2.000.000 TL'den 2.534.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ana sözleşmenin sermayeye ilişkin 7. maddesinin tadil edilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.

10. Akbank T.A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi % 100 Anapara Koruma Amaçlı Dördüncü Alt Fon ve Akbank T.A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi % 100 Anapara Koruma Amaçlı Beşinci Alt Fon'un birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin Banka talebi olumlu karşılanmıştır.

11. Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş.'nin, kurucusu olduğu "Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Döviz Cinsinden Yatırım Araçları Emeklilik Yatırım Fonu"nun "Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Karma Borçlanma Araçları Döviz Emeklilik Yatırım Fonu" unvanı altında, "Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Döviz Cinsinden Kamu Borçlanma Araçları Emeklilik Yatırım Fonu"nun "Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş. Gelir Amaçlı Karma Borçlanma Araçları USD Emeklilik Yatırım Fonu" unvanı altında türlerinin değiştirilmesi nedeniyle yapılacak içtüzük, izahname ve tanıtım formu değişikliklerine izin verilmesi talebi olumlu karşılanmıştır.

12. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. Garantili Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili Gelişen Ülke Borsaları Yükseliş Alt Fonu'nun (3. Alt Fon) ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. Garantili Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili Gelişen Ülke Borsaları Düşüş Alt Fonu'nun (4. Alt Fon) birinci ihraç

katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılanmıştır.

13. Türk Ekonomi Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Türk Ekonomi Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Beşinci Alt Fonu ve Türk Ekonomi Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Altıncı Alt Fonu'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılanmıştır.



SPK'nın 26 Ekim – 31 Aralık 2009 döneminde yayınlanan haftalık bültenlerinden derlenmiştir.

ING Bank Yatırım Fonları ile akıllı yatırım yapmak çok kolay!



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

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

Portföy Yönetim Şirketleri



Sermaye piyasasının nabzı olma hedefiyle başlattığımız Kurumsal Yatırımcı Anket Serisi'nin dördüncüsünde, Portföy Yönetim Şirketleri'ni (PYS) konu edindik.

Piyasanın yaklaşık yüzde 95'ini oluşturan 18 portföy yönetim şirketinin katıldığı anket iki bölümden oluştu. Birinci bölümde sektör ve çalışanlarının profili, ikinci bölümde ise 2010 yılına ilişkin beklentiler yer aldı.

Ankete katılan 18 şirketin 9'u portföy yöneticiliği yanı sıra yatırım danışmanlığı yetki belgesine de sahip bulunuyor.

Anket sonuçları

Bölüm 1 SEKTÖR PROFİLİ

Yaygın faaliyet alanı yatırım fonu ve kurumsal/bireysel portföy yönetimi

Tablo 1 : Faaliyet alanları

a)	Yatırım Fonu	17
b)	Emeklilik Fonu	13
c)	Kurumsal/Bireysel Portföy Yönetimi	17
d)	Alternatif Yatırım Araçları	8

Sektörün tamamına yakını yatırım fonu ile kurumsal/bireysel portföy yönetimi alanında faaliyet gösteriyor. 13 şirket emeklilik fonu alanında da faaliyette bulunurken, alternatif yatırım araçları alanında ise yalnız sekiz şirket faaliyet gösteriyor.

Kadroların yaklaşık yüzde 29'u portföy yöneticisi

Anket sonuçlarına göre, sektörde 370 kişi çalışıyor. Çalışanların yüzde 13,24'ünü üst düzey yöneticiler, yüzde 28,65'ini portföy yöneticileri oluşturuyor. Operasyon/muhasebe/denetim bölümlerinde çalışanların oranı yüzde 25 iken, istihdam edilenlerin yüzde 11,62'si ise müşteri ilişkileri/pazarlama ve satış bölümlerinde çalışıyor. Bunların dışındakiler araştırma, risk yönetimi, yönetim ofisi gibi bölümlere dağılmış durumda. (Tablo 2)

Tablo 2: Çalışanların pozisyonlarına göre dağılımı

a)	Üst Düzey Yönetici	49
b)	Portföy Yöneticisi	106
c)	Müşteri İlişkileri/pazarlama/satış	43
d)	Operasyon/muhasebe/denetim	93
e)	Diğer	79

Erkek çalışanlar ağırlıkta

Çalışanlar ağırlıklı olarak erkek, ancak kadın çalışan oranı da yaklaşık yüzde 42 düzeyinde. (Tablo 3)

Tablo 3: Çalışan dağılımı

a)	Kadın sayısı:	155
b)	Erkek sayısı:	215

Portföy yönetim şirketleri genç kadrolara sahip

Portföy yönetim şirketlerinde çalışanların yaklaşık yüzde 58'i, 31-40 yaş aralığında bulunuyor. Çalışanların yüzde 28'i ise 30 yaş ve altında. 41-50 yaş grubu yüzde 12.7'lik bir oran oluşturuyor. (Tablo 4)

Tablo 4: Yaş grupları

a)	30 ve altı:	105
b)	31 - 40:	214
c)	41 - 50:	47
d)	50 üzeri:	4

Çalışanların yüzde 85'i lisans ve lisansüstü eğitimli

Çalışanların yaklaşık yüzde 56'sının eğitim düzeyi lisans, yüzde 29'u ise lisansüstü eğitim yapmış. (Tablo 5)

Tablo 5: Eğitim düzeyi

a)	Lise ve altı:	47
b)	Lisans:	206
c)	Lisansüstü:	108
d)	Doktora:	9

İstihdam

Portföy yönetim şirketleri geçen yıl 10 kişilik yeni istihdam yaratırken, 16 kişi de şirketlerinden ayrıldı. Altı şirketin personel sayısında ise değişim olmadı. (Tablo 6)

Tablo 6: 2009 personel sayısında değişim

a)	Artırılan kişi sayısı	10
b)	Azaltılan kişi sayısı	16
c)	Personel sayısı değişmeyen şirket	6

Şirketlerin çoğu 2010 yılında eleman alımı planlıyor

TKYD anketinin "2010 yılında personel sayınızı arttırmayı düşünüyor musunuz?" sorusuna şirketlerin üçte ikisi "evet" yanıtını verdi. En fazla yeni eleman alımı düşünülen pozisyon portföy yöneticisi. Onu iç denetim, pazarlama/satış, risk yönetimi bölümü elemanları takip ediyor.

Bölüm 2 SEKTÖRÜN 2010 BEKLENTİLERİ

Anketin ikinci bölümünde portföy yönetim şirketlerine, 2010 yılı ekonomisine ve bazı yatırım enstrümanlarına ilişkin beklenti ve tahminleri soruldu.

Ekonomide iyileşme beklentileri daha ağır basıyor

Ülke ekonomisine ilişkin 2010 yılı genel beklentisinin sorulduğu ilk soruya karşılık, ankete katılan 18 kurumun 10'u ekonominin daha iyiye gideceğini, 8'i ise kalıcı toparlanmanın 2011 yılı veya sonrasında olabileceği seçeneğini tercih etti.

Gösterge bono faizi

Faizin en düşük değeri için tahminlerin ortalaması yüzde 8,4 olurken, en yüksek faiz değeri için ortalama tahminler yüzde 12 düzeyinde gerçekleşti. Yıl sonu beklentilerinin ortalaması ise yüzde 10,7 oldu. 03.08.2011 vadeli gösterge bononun 31.12.2009 tarihli kapanışı yüzde 8,87 olmuştu.

Tablo 1:	ORT	MIN	MAX
MIN	8,4	7,5	9,5
MAX	12,0	10	15
YIL SONU	10,7	8,5	12,3

TCMB gecelik O/N faiz oranı (%)

Gecelik faiz oranı için verilen tahminlerin yıl içinde yüzde 5 ila 10 arasında dalgalanmasının beklendiği anlaşılan anketin ortalamalarına göre yüzde 6,4 ila 8,4 aralığında seyir bekleniyor. Yıl sonu için tahminler ise yüzde 6,5-9,5 aralığındaydı. Ortalama faiz beklentisi yüzde 8,1 oldu. (Tablo 2)

Tablo 2:	ORT	MIN	MAX
MIN	6,4	5	6,5
MAX	8,4	6,5	10
YIL SONU	8,1	6,5	9,5



İMKB-100 endeksi

Sektörün İMKB 100 için yıl sonu beklentisi ortalama 56,028 puan iken beklentiler 45,000 ile 70,000 arasında dalgalanıyor. Yıl içi tahminlerde ise 2010 için en iyimser beklenti 72,800 iken, en karamsar tahmin ise 33,000 puana kadar iniyor. İMKB-100 geçen yılı 52,825.02 puandan kapatmıştı. (Tablo 3)

Tablo 3:	ORT	MIN	MAX
MIN	40.578	33.000	49.000
MAX	64.100	57.000	72.800
YIL SONU	56.028	45.000	70.000

ABD Doları/TL kuru

Dolar/TL kurunun yıl sonunda ortalama 1,53 düzeyinde olacağı tahmin ediliyor. Yıl sonu için en düşük 1,4; en yüksek 1,65 bekleniyor. Kurun yıl içinde olabileceği en düşük değer tahmini 1,3 ve en yüksek değer tahmini ise 1,78 öngörülüyor. TCMB'nin 31.12.2009 döviz alış kuru 1.4873 olarak açıklanmıştı. (Tablo 4)

Tablo 4:	ORT	MIN	MAX
MIN	1,42	1,3	1,5
MAX	1,64	1,53	1,78
YIL SONU	1,53	1,4	1,65

Fon sektörünün yıl sonu büyüklüğü (milyon TL)

Sektör A tipi fonlarda geçen yıla göre önemli ölçüde büyüme beklerken, B Tipi fonlarda ise büyüme tahmini daha düşük gerçekleşti. A Tipi fonlarda tahminlerin ortalaması geçen yıla göre yaklaşık yüzde 54 büyüme gösterirken, agresif büyüme öngören tahminler rakamı 5 milyar TL'ye kadar çekiyor. B tipi fonlarda tahminlerin ortalaması geçen yıla göre yaklaşık yüzde 18 oranında bir büyüme beklendiğini gösteriyor. (Tablo 5)

Tablo 5:	ORT	MIN	MAX
A TİPİ	1.691,2	1.200,0	5.000,0
B TİPİ	33.579,3	27.500,0	40.000,0
TOPLAM	35.270,5	29.000,0	45.000,0

Yıl sonu fon yatırımcı sayısı

Fon yatırımcı sayısında yıl sonu itibarıyla ortalama artış beklentisi yaklaşık yüzde 7 dolayında. Geçen yıl sonunda toplam fon yatırımcısı sayısı 3,260,753 olarak gerçekleşti.

Tablo 6:	ORT	MIN	MAX
A TİPİ	232.853	130.000	300.000
B TİPİ	3.240.926	2.550.000	3.860.000
TOPLAM	3.485.543	2.680.000	4.100.000

Yatırımcıların en fazla ilgi göstereceği fon tip ve türleri

Portföy yöneticileri, bu yıl yatırımcının en fazla anapara garantili ve korumalı fonlara ilgi göstereceğini düşünüyor. Bu tip fonları B tipi değişken ve A tipi değişken fonlar takip ediyor.

Ankete katılan şirketler: (alfabetik sıraya göre)

- Ak Portföy Yönetimi A.Ş.
- Ata Portföy Yönetimi A.Ş.
- Bender Portföy Yönetimi A.Ş.
- Eczacıbaşı Portföy Yönetimi A.Ş.
- Ergoivçire Portföy Yönetimi A.Ş.
- Finans Portföy Yönetimi A.Ş.
- Fortis Portföy Yönetimi A.Ş.
- Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.
- Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.
- HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.
- ING Portföy Yönetimi A.Ş.
- İş Portföy Yönetimi A.Ş.
- Standard Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.
- TEB Portföy Yönetimi A.Ş.
- Unicorn Portföy Yönetimi A.Ş.
- Vakıf Portföy Yönetimi A.Ş.
- Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.
- Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.



Yatırım fonlarında kurumsal yönetim: “Fund Governance” Kavramı

Yeterli ve uygun kontrol mekanizmalarının yokluğunda, yatırımcılar (asiller) ile Kolektif Yatırım Kuruluşları (KYK) yöneticilerinin (vekiller) kişisel çıkarları arasında ortaya çıkan çatışmalar, yatırımcı çıkarlarının zarara uğramasına yol açmak suretiyle yatırımcıların bir yatırım alternatifi olarak KYK'na olan güveninin azalmasına neden olabilmektedir.

1990'lı yılların başından itibaren gerçekleştirilen özelleştirme ve liberalizasyon faaliyetleri, yaşanan kriz ve skandallar, dünya sermaye piyasalarının küresel entegrasyonu, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarındaki ağırlığının artması, hissedarların haklarını güçlendiren kurumsal yönetim sistemlerinin şirketler için daha iyi yatırım performansı getirdiğine ilişkin yapılan çalışmalar, "kurumsal yönetim" konusuna olan ilgiyi artırmış ve tüm dünyada önemli reform konularından biri haline getirmiştir.

Kurumsal Yönetim "şirket yönetiminin hissedarların çıkarlarıyla uyumlu hareket etmesini sağlayan denetleme ve kontrol süreci" olarak ifade edilmekte ve ülkemizde İMKB'de işlem gören şirketler için uygulama alanı bulmaktadır. Kurumsal yönetimin dayandığı teorilerden biri olan "vekalet teorisi"nde (agency theory); şirket ortakları veya hissedarlar şirketin sahibi olarak görülürken, şirket sahipleri "asiller", günlük karar verme yetkisini devrettikleri kişiler de hissedarların "vekilleri" olarak analiz edilmiştir. Böyle bir sistemde ortaya çıkan sorun *vekillerin asiller için en iyisini yapmak durumunda olmamalarıdır.*

ABD'nde düzenleyici otorite Securities Exchange Commission'in (SEC) da tespit ettiği, fon portföylerine yapılan alım satımlarla ilgili ortaya çıkan skandallar sonrasında, kolektif yatırım kuruluşlarında (Bu çalışmada KYK kısaltması ya da yatırım fonları terimi birbirinin yerine kullanılmaktadır.) kurumsal yönetim (fund governance) kavramı ön plana çıkmıştır. KYK'larda kurumsal yönetim kavramı, "Fon organizasyonunda ve faaliyetlerinde yatırımcı menfaatlerinin ön planda tutulmasını ve çıkar çatışmalarının önlenmesini sağlayan, adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk kavramlarının uygulama alanı bulduğu sistemler" olarak tanımlan-



Taliye YEŞİLÜRDÜ
Başuzman / Sermaye Piyasası Kurulu
Kurumsal Yatırımcılar Dairesi

“Pratikte banka ve aracı kurumların, “fon kurucusu olma imtiyazına” sahip olduğu, rekabete açık olmayan bu yapılanma, doğası gereği, mevcut kurucuların fon organizasyonunda ve faaliyetlerinde yatırımcı menfaatlerini ön planda tutmalarını ve çıkar çatışmalarını önleyici mekanizmaları oluşturmalarını sağlayacak yeterli motivasyonu içermemektedir.”

maktadır. Yeterli ve uygun kontrol mekanizmalarının yokluğunda, yatırımcılar (asiller) ile KYK yöneticilerinin (vekiller) kişisel çıkarları arasında ortaya çıkan çatışmalar, yatırımcı çıkarlarının zarara uğramasına yol açmak suretiyle yatırımcıların bir yatırım alternatifi olarak KYK'na olan güveninin azalmasına neden olabilmektedir. Tüzel kişiliğe sahip KYK organizasyonlarında, pay sahiplerinin yatırımcı kimliğinin yanında hissedar kimliği de bulunmaktadır.

ABD DÜZENLEMELERİ VE “FUND GOVERNANCE PRACTICES 1994-2008” RAPORU

ABD'nde, 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu uyarınca, KYK yönetim kurulunun en az %40'ının bağımsız üyelerden oluşması zorunludur. Yatırım Şirketleri Kanunu'nda Kongre, "yatırım şirketleri (fonları), pay sahiplerinin çıkarlarından ziyade yatırım danışmanlarının çıkarı gözetilerek örgütlenmesi ve yönetilmesi ya da yatırım şirketlerinin yeterli bağımsız dış inceleme (adequate independent scrutiny) tabi olmaması halinde, ulusal kamu yararı ve yatırımcıların çıkarları olumsuz etkilenmektedir." diyerek pay sahiplerinin lehine tutum almıştır. **ABD sisteminde kurumsal yönetimin temelini bağımsız yöneticiler oluşturmaktadır.** Yatırım danışmanı/portföy yöneticisi ile sözleşme imzalanması gibi belirli konularda bağımsız yöneticilerin çoğunluğunun onayı aranmaktadır. 2004 yılında, düzenleyici otorite SEC, **fon kurulu üyelerinin en az dörtte üçünün bağımsız üyelerden oluşmasına ve fon kuruluna bağımsız bir üyenin başkan seçilmesine** ilişkin düzenleme yapmıştır. Ancak, bu düzenleme 2006 yılında, SEC'nin bu düzenlemenin maliyetlerine ilişkin veriler hakkında yeterli görüş almadığı gerekçesiyle federal mahkeme tarafından iptal edilmiştir.

Yatırım Şirketleri Enstitüsü (Investment Company Institute - ICI) 1995 yılından itibaren her iki yılda bir, KYK lardan veri toplayarak (2008 yılında 7.690 fondan veri toplanmıştır) kurumsal yönetim konusundaki uygulamaları "Fund Governance Practices" adıyla raporlamaktadır. ICI, ayrıca, KYK yöneticilerinin sistemdeki rollerinin ve etkinliklerinin artırılması amacıyla, 24 Haziran 1999 tarihinde "Fon Yöneticileri için Faaliyet Standartları" isimli bir çalışma yayınlanmıştır. ICI'nin 1994-2008 dönemine ilişkin "Fund Governance Practices" raporunda;

• Geçen 14 yılda, **yasal zorunluluk olmamasına rağmen**, fon kurullarının kurumsal yönetim uygulamalarını güçlendirdikleri,

• 2008 itibarıyla **fon kurullarının yaklaşık %90'ında, üyelerin dörtte üçünün bağımsız üyelerden oluştuğu**,

• Fon kurullarının %84'ünde bağımsız bir üyenin başkan olduğu,

• ICI Faaliyet Standartlarında, fon kurulu üyelerinin fonda pay sahibi olmalarının tavsiye edildiği, 2008 itibarıyla fonların %28 inde bağımsız üyelerin pay sahibi olmalarının zorunlu tutulduğu, %40'ında ise teşvik edildiği,

• **Bağımsız fon kurulu üyelerinin %98'inin, daha öncesinde o grup tarafından hiç istihdam edilmemiş olduğu**,

• 2008 yılı itibarıyla fonların %96'sında bağımsız fon kurulu üyelerine hizmet etmesi için, yatırım danışmanından/portföy yöneticisinden bağımsız bir danışma kurulunun bulunduğu, 2000 yılı itibarıyla bu oranın %68 olduğu, ifade edilmiştir.

ABD'nde, KYK'ların kurumsal yönetim düzeyi ve fon performansları arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik yapılan akademik çalışmalarda da,

• bağımsız yönetim kurulu üyelerinin fon performansını pozitif etkilediği, düşük performans durumunda yatırım danışmanı/portföy yöneticisini daha kolaylıkla değiştirdikleri,

“*AB düzenlemelerine uyum çerçevesinde yapılması planlanan kanun değişiklikleri ve diğer alt düzenlemeler, ana faaliyet konusu "fon kurup yönetmek olan" fon yönetim şirketlerinin kuruluşuna izin verilerek sektörün rekabete açılması, fonların yönetiminde ve faaliyetlerinde yatırımcı menfaatlerinin ön planda tutulacağı, adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk kavramlarının uygulama alanı bulacağı fon organizasyon yapılarının ve süreçlerin oluşturulabilmesi fırsatını içinde barındırmaktadır.*”

• yönetim kurulu üyelerinin fonda pay sahibi olmasının performansını pozitif etkilediği, ortaya konmuştur.

AB DÜZENLEMELERİ

UCITS Direktifi olarak bilinen kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin AB Direktifi'nin 5h maddesi uyarınca, AB üyesi ülkelerin, kendi gözetimleri altında fon yönetim şirketlerinin uygulamaları gereken faaliyet standartlarını

oluşturmaları zorunlu tutulmuş, bu standartlara ilişkin kurulların ise **yönetim şirketlerinin yönettikleri UCITS'lerin menfaatlerini ön planda tutmasına ve piyasa bütünlüğünü sağlamaya yönelik prensipleri içermesi öngörülmüştür.**

UCITS Direktifinde portföy yönetim ve saklama fonksiyonları birbirinden ayrılmış, saklama kuruluşu fon varlıklarının saklanması dışında bir de gözetim görevi üstlenerek gerek yatırımcıya karşı gerekse yönetim şirketine karşı sorumlu tutulmuştur. Ayrıca, Direktifin 10. maddesinde de, saklama hizmetini yürüten kuruluş ve yönetim şirketi, görevlerini yerine getirirken birbirlerinden bağımsız ve sadece katılma payı sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda hareket etmekle yükümlü kılınmıştır.

ÜLKEMİZDE MEVCUT DURUM

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 38. maddesinde "**Kurucu, fonu, yatırım fonu katılma belgesi sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde temsil eder, yönetir veya yönetimini denetler.**" hükmü yer almaktadır. Ülkemizdeki düzenlemeler uyarınca; tüzel kişiliği olmayan fon yapısında "kurucu ve kurucunun atadığı fon kurulu" "vekil", "ortak" sıfatını haiz olmasalar da fon pay sahipleri "asil" konumundadırlar.

Türkiye'de, yatırım fonlarının "**organizasyonunda ve faaliyetlerinde yatırımcı menfaatlerinin ön planda tutulması**" konusunu değerlendirebilmek için aşağıdaki soruların cevaplarını aramak ve Türkiye'deki yapılanmayı irdelemek gerekiyor.

• Fon kurullarında "bağımsız üye" bulunuyor mu?

• Fon kurulu üyeleri bu görev için ayrı bir ücret alıyor mu? Fon kurulu üyelerinin kurucu ya da yönetici bünye-

sindeki diğer görevleri, fon kurulu üyeliğinin sorumluluklarıyla çıkar çatışması yaratıcı nitelikteki midir?

- Fon pay sahipleri ile kurucu banka/aracı kurum ve yönetici arasında çıkar çatışması yaratan durumlarda kararlar nasıl alınıyor?

- Fon yönetim ücreti oranı ya da diğer giderler belirlenirken fon kurulunun görüşü ne kadar etkili? Kurucu banka/aracı kurum mu belirleyici?

- Bağlı olunan grubun banka ve aracı kurumu dışında başka bir aracı ile fon paylarının dağıtımını için anlaşma yapılıyor mu?

- Bağlı kuruluşlarla yapılan işlemlerde rekabetçi fiyat/oran alınmasına ilişkin süreçler var mı? Aracılık hizmeti alınan aracı kuruluş aynı gruba mı ait?

- Hangi hizmet ve fonksiyonlar outsource ediliyor? Hizmet kalitesinin iyileşmesini ve/veya maliyetlerin düşmesini sağlayacak hizmet ve fonksiyonların outsource edilmesi gündeme alınıyor mu?

- Fonların karşı karşıya kaldığı riskleri ölçebilecek, takip edebilecek bir "risk yönetim sistemi" oluşturulmuş mu?

- Fonların performansları nasıl raporlanıyor? Bu raporları kim (Fon kurulu/ Kurucu) değerlendiriyor? Düşük/kötü performans durumunda önlem alınıyor mu?

UCITS Direktifi uyarınca, kolektif yatırım kuruluşlarının "fon yönetim şirketlerince" kurulması ve yönetilmesi esastır. Bizim mevzuatımızda ise ayrı bir yatırım fonu yönetim şirketi öngörülmemiş, kurucu olarak bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanunun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş sandıklar sayılmıştır. Mevcut portföy yönetim şirketleri ise mevzuat uyarınca fon kurucusu olamamaktadır.

Pratikte banka ve aracı kurumla-

rın, "fon kurucusu olma imtiyazına" sahip olduğu, rekabete açık olmayan bu yapılanma, doğası gereği, mevcut kurucuların fon organizasyonunda ve faaliyetlerinde yatırımcı menfaatlerini ön planda tutmalarını ve çıkar çatışmalarını önleyici mekanizmaları oluşturmasını sağlayacak yeterli motivasyonu içermemektedir. Ana faaliyet konusu "fon kurup yönetmek" olmayan fon kurucusu banka ve aracı kurumlarda ya da yöneticide başka görev ve sorumlulukları bulunan fon kurulu üyelerinin, fon organizasyonunda ve faaliyetlerinde, fon pay sahiplerinin menfaatlerini ön planda tutabilmelerini ya da çıkar çatışmalarını önleyici mekanizmaları kurup uygulayabilecek tüm yetkilere sahip olmaları beklemek pek gerçekçi olmayacaktır.

Ayrıca, ülkemizde fon varlıkları İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'de saklanmakta, ancak buradaki saklama, fon varlıklarının ayrılığı ilkesi uyarınca yapılmakta, dolayısıyla UCITS Direktifi'nin öngörmüş olduğu sorumluluklar kapsamında bir gözetim işlevini içermemektedir.

Yatırım fonlarının daha yaygın bir sarruf aracı haline gelmesi, hem fon sektöründeki aktörlerin hem de düzenleyici otoritelerin ortak amacıdır. Bu amaç, ABD ve AB düzenlemelerinin harmanlandığı, gözetimin daha etkin ve yatırımcı menfaatlerinin ön planda olacağı bir model ile gerçekleştirilebilir. AB düzenlemelerine uyum çerçevesinde yapılması plan-

lanan kanun değişiklikleri ve diğer alt düzenlemeler, ana faaliyet konusu "fon kurup yönetmek olan" fon yönetim şirketlerinin kuruluşuna izin verilerek sektörün rekabete açılması, fonların yönetiminde ve faaliyetlerinde yatırımcı menfaatlerinin ön planda tutulacağı, adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk kavramlarının uygulama alanı bulacağı fon organizasyon yapılarının ve süreçlerin oluşturulabilmesi fırsatını içinde barındırmaktadır.

KAYNAKLAR

ADA, Esra, *Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal Yönetim Sistemleri*, SPK Yeterlik Etüdü (2002)

CREMERS, Martijn, DRIESSEN, Joost, MARENHOUT, Pascal J., WEINBAUM, David, "Does Skin in the Game Matter? Director Incentives and Governance in the Mutual Fund Industry", *Yale ICF Working Paper No. 06-34* (2006)

Investment Company Institute and IDC (The Independent Directors Council), *Overview of Fund Governance Practices (1994-2008)*.

Investment Company Institute, *Report of the Advisory Group on Best Practices for Fund Directors: Enhancing a Culture of Independence and Effectiveness (June 24, 1999)*.

KURTULAN, Ender, *Kurumsal Yönetimin Firma Performansına Etkisi*, SPK Yeterlik Etüdü (2007)



2010

Büyüme ve
enflasyonun dönüşü

2009 biterken dünyanın büyük bölümünde başlayan büyümeye dönüş süreci, 2010'da da devam edecek; dünya ekonomisi eski güzel zamanlardaki kadar hızlı büyümeyecek ama uzun dönemli trendin altında da olsa 2010 pozitif büyüme yılı olacak.

2008 yılı sonunda yeni yılın ne getireceğini düşünürken iyimser olmak pek kolay değildi. O kadar ki sadece Büyük Bunalım'ın tekrarlanmasını beklememek analistleri iyimser kategorisine sokmak için yeterliydi.

Sonuçta galebe çalan görüş (nispeten) iyimserlerin görüşü oldu. Dünya ekonomisi şiddetli bir şok yaşadı ama 2009 bir "Büyük Durgunluk" yılı oldu, Büyük Bunalım yılı değil. Dahası 2009 biterken dünyanın büyük bölümünde büyümeye dönüş süreci de başlamış oldu. Bu süreç 2010'da da devam edecek; dünya ekonomisi eski güzel zamanlardaki kadar hızlı büyümeyecek ama uzun dönemli trendin altında da olsa 2010 pozitif büyüme yılı olacak.

Bu tahmin Türkiye için de geçerli. Hatta Türkiye'nin toparlanma sürecinde dünyanın geri kalanından daha iyi performans göstermesini beklemek için kafi sebep var. Bu sebeplerin birincisi baz etkisi. 2009'daki küçülme o kadar şiddetliydi ki iktisadi faaliyetteki ivmelenme sınırlı da olsa yüksek oranda bir büyümeye tekabül edecek.

“ Türkiye'nin toparlanma sürecinde dünyanın geri kalanından daha iyi performans göstermesini beklemek için yeterli sebep var. ”

İkinci sebep, Türkiye'de bilançoların sağlamlığı. Finansal krizlerin ardından büyümeye dönüşün yavaş olmasının en önemli sebebi, yüksek borçluluk döneminin ardından ekonomik aktörlerin bilançolarındaki hasarı gidermek için zamana ihtiyacı olmasıdır. Örneğin, iyi zamanlarda borcunu artırmış olan hanehalkı bu borçları ödeyebilmek için daha fazla tasarruf etmek zorundadır ya da varlık kalitesi bozulan bankacılık kesimi sermaye yeterliliğini güçlendirebilmek için bilançosunu küçültme eğilimindedir. Bu faktörlerin ikisi de Türkiye için geçerli değil. Bu krize girerken Türkiye'de hanehalkı borçluluk oranı uluslararası standartlarda çok düşüktü. Tüketici kre-



dileri ve kredi kartı borçlarının GSYH'ye oranı sadece %13. Aynı şekilde bankacılık kesiminin sermaye yeterliliği de yine uluslararası standartlarda çok yüksek, %20 seviyelerinde bir sermaye yeterlilik rasyosu Türk bankacılık sistemini dünyanın geri kalanından çok daha güçlü bir konuma taşıyor. Dolayısıyla Türkiye başka pek çok ülkenin aksine, bir bilanço tamiratı süreci yaşamayacak. Bu da toparlanma sürecinde Türkiye'ye avantaj sağlayacak.

Üçüncü sebep ise Türkiye ekonomisinin nispeten dışa kapalı yapısı. Mal ve hizmet ihracatının Türkiye'nin milli geliri içindeki payı %25 civarında, bu oran mesela Macaristan'da %80'in üzerinde. Bu da Türkiye'nin dünya ekonomisindeki büyüme ivmesine nispeten daha az bağımlı olduğu anlamına geliyor ki bu da toparlanma sürecinde Türkiye için bir avantaj olacak. Bu sebepler bir arada düşünüldüğünde IMF'nin dünya ekonomisi için yaklaşık %3 büyüme öngördüğü 2010 yılında Türkiye'nin %4'ün üzerinde büyümesini beklemek makul görünüyor.

Doğal olarak büyümeye dönüşün

“2009'daki şiddetli küçülmeye rağmen dezenflasyon temel olarak emtia fiyatlarındaki gerilemeden kaynaklanmış durumda ve temel enflasyonist baskılarda o kadar da büyük bir zayıflama yok.”

bazı sonuçları olacak. Bunların başında enflasyon geliyor. Aslında 2009'daki küçülmelerin dezenflasyona verdiği desteği doğru değerlendirmek gerek. Malum Temmuz 2008 ile Ekim 2009 arasında Türkiye çok etkileyici bir dezenflasyon süreci yaşadı ve manşet enflasyon %12.1'den %5.1'e kadar düştü. Ancak enflasyondaki 7 puanlık düşüşün tam 6.3 puanı gıda ve enerji enflasyonundaki düşüşten kaynaklanıyor. Gıda ve enerji dışı enflasyonun katkısı ise sadece 0.7 puan. Yani 2009'daki şiddetli küçülmeye rağmen dezenflasyon temel olarak emtia fiyatlarındaki gerilemeden kaynaklanmış durumda ve temel enflasyonist baskılarda o kadar da büyük bir zayıflama yok.

Gıda ve enerji dışı enflasyondaki atalet, genel enflasyon görünümünü emtia fiyatlarının seyrine çok hassas bir durumda tutuyor. 2010'da dünya ekonomisindeki toparlanmayla birlikte emtia fiyatlarının 2009'dan daha yukarıda olmasını beklemek makul. Aynı şekilde çıktı açığından kaynaklanan dezenflasyonist desteğin daha da azalmasını beklemek gerekiyor. Bu-



na bir de Merkez Bankası'nın son dönemde sık sık uyardığı olumsuz baz etkisini ve muhtemel dolaylı vergi artışlarını ekleyince enflasyonun yılın ilk yarısında yeniden %7.5 - 8 seviyelerine dönmesi sürpriz olmayacak.

Olumsuz baz etkisinin zayıflamasıyla 2010'un son çeyreğinde enflasyonun yılsonu hedefine doğru yakınsaması mümkün ama temel enflasyon eğilimi, 2011 ve 2012 hedeflerinin üzerinde seyretmeyi sürdürecektir.

Bu enflasyon görünümü Merkez Bankası'nın 2010 boyunca faiz artırımını öngörmeyen baz senaryosunu tehdit ediyor. Enflasyonda bu seneki hızlı düşüşe rağmen, orta vadeli enflasyon beklentileri hep Merkez Bankası'nın kendi tahminlerinin üzerinde seyretti. 2010'da enflasyonda beklediğimiz yükseliş, beklentileri daha da bozma potansiyeline sahip. Beklentiler ile hedefler arasındaki kredibilite açığının daha da genişlemesi daha sıkı para poli-

tikasını gerektirecek. Dolayısıyla Merkez Bankası'nın 2010'un ikinci yarısından itibaren bu yılki faiz indirimlerini kısmen geri almaya başlamasını ve 200 baz puan faiz artırımını bekliyoruz.

TAHMİNLERİMİZİ NELER DEĞİŞTİREBİLİR?

Her zaman olduğu gibi bu tahminler belli bazı varsayımlara dayanıyor ve bu varsayımlardan sapmalar tahminlerin isabetini zayıflatabilir. Dolayısıyla tahminlerimizi nelerin değiştirebileceği, saptırabileceği üzerinde durmakta fayda var.

Öncelikle en önemli belirsizlik kaynağının küresel ekonomik görünüm olduğunu söylemek gerekiyor. Yukarıda belirttiğim gibi dünya ekonomisi trendin altında da olsa pozitif büyüme patikasında görünüyor. Ama bir yandan da içinde bulunduğumuz konjonktürün bir emsali yok; son 80 yılın en büyük finansal krizi tarihte eşi görülmemiş bir politika tepkisiyle karşılandı. Bu zıt kuvvetlerin çatışmasından ortaya çıkacak sonucun nasıl olacağından emin olmak pek mümkün değil. Güçlü politika tepkisine bağlı olarak büyüme, pekala şimdi tahmin edilenden güçlü olabileceği gibi şu anda kaydedilen büyüme ivmesinin zayıfladığını da görebiliriz. Bu nedenle, küresel görünüm büyüme ve enflasyon tahminlerimiz için hem yukarı hem de aşağı yönlü riskler arz ediyor.

Tahminlerimizi gözden geçirmeye zorlayabilecek ikinci etken IMF ile ilişkiler. IMF ile görüşmelerin Mayıs 2008'den beri devam ettiğini ve sonuç vermediğini göz önünde bulundurarak, baz senaryomuzda bir IMF anlaşmasına yer vermedik. Ama böyle bir anlaşmanın tahminlerde önemli değişiklikler gerektireceği

“ 2010'da dünya ekonomisindeki toparlanmayla birlikte emtia fiyatlarının 2009'dan daha yukarıda olmasını beklemek makul. Aynı şekilde çaktı açığından kaynaklanan dezenflasyonist desteğin daha da azalmasını beklemek gerekiyor. Buna bir de Merkez Bankası'nın son dönemde sık sık uyardığı olumsuz baz etkisini ve muhtemel dolaylı vergi artışlarını ekleyince enflasyonun yılın ilk yarısında yeniden %7.5 – 8 seviyelerine dönmesi sürpriz olmayacak. ”

de aşık; burada iki kanaldan söz etmek mümkün:

Birincisi, IMF kaynağının kullanılması kamunun iç piyasadan borçlanma ihtiyacını azaltacak ve “Ekonomiye Giriş” derslerinde gördüğümüz gibi özel sektör büyümesini destekleyecek. IMF'den kullanılacak 10 milyar dolar tutarında bir kaynağın 2010'da %99.5 öngörülen iç borç çevirme rasyosunu 8 puan düşürebileceğini tahmin ediyoruz. Bu da özel sektöre daha fazla kredi akışı ve daha güçlü büyüme anlamına gelecek.

İkincisi, IMF anlaşması iç finansman sorunu için olduğu gibi dış finansman sorunu için de ideal reçeteyi oluşturuyor. 2009'a girerken çok konuşulan dış finansman açığı endişeleri gündemden düşmüş görünüyor. Ancak 2010'da büyümeye dönüşle birlikte cari açığa ortaya çıkacak genişleme düşünüldüğünde dış finansman konusunu göz ardı etmek mümkün değil. Yaptığımız simülasyonlar 2010'da dış finansman açığının yaklaşık 10 milyar dolar olacağına işaret ediyor. Bu görünüm, risk algısının bozulduğu dönemlerde TL'de satış baskısı yaratacağı gibi Türkiye'nin iç tasarruflarına daha fazla yaslanması ve büyümeden fedakarlık etmesi anlamına gelecek. Bu bağlamda IMF anlaşması sadece iç finansman kanalıyla değil dış finansman kanalıyla da büyümeyi olumlu etkileyen bir rol üstlenecek.

Son olarak bahsedilmesi gereken risk ise siyaset. Zaten 2007'den beri siyasi riskler 2002 – 06 dönemine göre çok daha fazla ön planda oldu. Bu sene ise piyasalar normal zamanı Temmuz 2011 olan genel seçimlerin erkene alınıp alınmayacağı konusu ile meşgul olacak. 1990'lardan farklı olarak siyasetin ekonomi ve piyasalar üzerindeki etkisi artık çok daha sınırlı ama yine de bu cephedeki gelişmeleri dikkatle takip etmek gerekecek.

Sonuçta riskleri bir yana bırakıp ana senaryoya dönersek 2010'da büyüme ve enflasyonun geri dönüşünü görmeyi bekliyoruz. Bunun piyasalar için ima ettiği sonuç ise şu: sabit kuponlu ve iskontolu tahviller ile faize duyarlı banka hisselerinin yılı olan 2009'un aksine 2010 değişken faizli ve enflasyona endeksli tahviller ile faize daha az duyarlı hisse senetlerinin yılı olacak gibi görünüyor.

Türkiye Garanti Bankası A.Ş. Flexi B Tipi Değişken Fon

Flexi B Tipi Değişken Fon'un yatırımcı profili, ağırlıklı olarak tahvil-bonoya yatırım yapan, bununla birlikte hisse senetlerindeki olası trendlerden yararlanmak üzere hisse senedi riski alabilen yatırımcılar olarak belirlenmiştir.

Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin kurucusu olduğu Flexi B Tipi Değişken Fon isminden de anlaşılacağı üzere, yatırım stratejileri tamamen piyasa koşullarına göre belirlenen, yasal bir yatırım ölçütü bulunmayan bir fondur. Fonun bu yapısı piyasadaki trend değişikliklerine ve piyasa hareketlerine en hızlı ve etkin bir şekilde reaksiyon verebilmesini sağlamaktadır. Bu sayede piyasada belli bir yönde net ve güçlü hareketler yaşandığında, uygun pozisyonlar alınarak maksimum getiri elde edilmektedir.

Flexi B Tipi Değişken Fon'un yatırımcı profili, ağırlıklı olarak tahvil-bonoya yatırım yapan, bununla birlikte hisse senetlerindeki olası trendlerden yararlanmak üzere hisse senedi riski alabilen yatırımcılar olarak belirlenmiştir. Bu sebeple yatırım yaparken, fon yatırımcısının beklentilerine en uygun şekilde cevap verebilecek ürünlere yatırım yapmaya özen gösteriyor ve yatırımcılarımız için hedeflenen "mutlak getiri"yi elde etmek amacıyla yurtiçi piyasalarda mevcut ürün yelpazesinden yararlanıyoruz. 2009 yılına baktığımızda ağırlıklı olarak tahvil-bonoya yatırım yaparak esnek portföy yapısıyla piyasalarda yıl içinde yaşanan faiz düşüşünden en

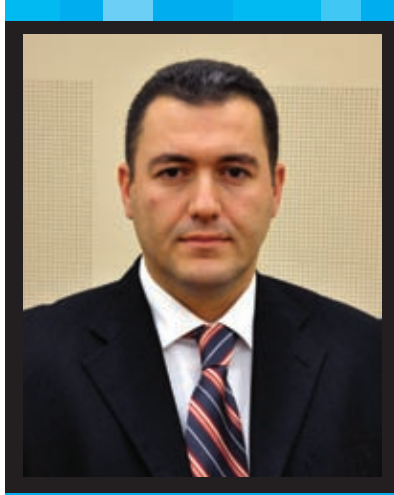
efektif şekilde yararlanmak hedeflenmiştir. Ayrıca tahvil-bono yatırımlarının yanında, hisse senedi piyasasında oluşan yükseliş hareketini de değerlendirmek amacıyla hisse senedi yatırımları yapılmıştır. Yıl içerisinde yatırım yapılan enstrümanların dağılımına bakıldığında, ortalama olarak fon portföyünün % 81'inin Tahvil-Bono, % 6'sının Hisse Senedi ve % 13'ünün Ters Repo'ya yatırıldığını görüyoruz. Ancak yıl içindeki piyasa koşullarına göre, elbette bu oranlarda iniş-çıkışlar yaşanmıştır. Örneğin hisse senedi piyasasında yaşanan ralli sırasında hisse senedi oranımız %25 seviyelerine kadar yükselmiştir. Aynı görüşlerimiz tahvil-bono yatırım stratejisi için de geçerli olacaktır. Faizlerde sert düşüşlerin yaşandığı dönemlerde, tahvil oranımız % 100 olmuş ve vade yapısı da piyasanın elverdiği en uzun vadelere çekilmiştir.

Yukarıda bahsedilen portföy ayarlamalarını en etkin ve en doğru şekilde yapabilmek ancak iyi bir ekip çalışmasının desteği ile mümkün olmaktadır. Araştırma ve Strateji Bölümü'nün haftada bir düzenlediği strateji komitesinde tartışılan ekonomik gelişmeler, veriler ile yurtiçi ve yurtdışı siyasi gündem hakkında yapılan analizler sonucunda şekillenen piyasa görüşleri doğrultu-

“ Flexi fon son derece esnek yapıya sahip ve karşılaştırma ölçütü olmayan bir fon olduğundan, değişen piyasa koşullarına ve yatırım ihtiyaçlarına da anında cevap verebilecektir. ”

sunda, en doğru pozisyonlar alınmaktadır. Ayrıca günlük olarak yapılan sabah toplantıları ile alınmış olan makro yatırım stratejilerine en son güncel gelişmelere dair yorumlar da eklenerek en doğru alım-satım kararları verilmeye çalışılmaktadır.

2010 yılında, piyasalarda geçen yıl yaşanan toparlanmanın güçlenerek devam edeceğini baz senaryo olarak belirledik. Buna bağlı olarak 2010 yılında ekonomik performans ve risklerine göre ülkelerarası ayrışma ve yüksek büyüme potansiyeli nedeniyle, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi artarak



Erkan Bilgün
Direktör Likit, Yatırım ve Emeklilik Fonları
Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.

devam edecektir. Ekonomideki toparlanmanın gücüne bağlı olarak dünya genelinde fazla likiditenin piyasadan çekilmesi ve faiz artırımlarının başlaması gündeme gelecektir. Bunun zamanlaması 2010 yılının üçüncü çeyreğinde olabilir.

Global piyasalardaki beklentimize paralel olarak 2010 yılında Türkiye'de de hisse senedi piyasalarının iyi performans göstermesini, hazine bonolarında faiz artışı nedeniyle bir miktar baskı oluşmasını ve gelişmekte olan piyasalara sermaye akışına bağlı olarak TL'nin reel olarak değerini korumasını bekliyoruz.

Bu beklentiler ışığında geçen sene olduğu gibi bu sene de sabit getirili TL enstrümanlarının yanında hisse senedine de zaman zaman ağırlık vermeye devam edeceğiz. Hisse senedi oranımızı yüzde 0 ile 35 arasında tutarken, repoya göre getiri farkı yüksek olduğu sürece portföyün kalan kısmını, hazine bonoları ve devlet tahvillerinde değerlendirmeyi planlıyoruz. Ancak Flexi fon son derece esnek yapıya sahip ve karşılaştırma ölçütü olmayan bir fondur, değişen piyasa koşullarına ve yatırım ihtiyaçlarına da anında cevap verebilecektir.



TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş. FLEXİ B TİPİ DEĞİŞKEN FON

Fonun Adı	: Türkiye Garanti Bankası A.Ş. Flexi B Tipi Değişken Fon
Fonun Tipi	: B Tipi
Fonun Türü	: Değişken Fon
Kurucu	: Türkiye Garanti Bankası
Yönetici	: Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.
Sermayesi	: 350.000.000.000.-TL
Toplam Pay Sayısı	: 35.000.000.-Adet
Kuruluş Tarihi	: 05.12.1989
İlk Halka Arz Tarihi	: 26.01.1990
Tedavüldeki Pay Sayısı	
31.12.2009 itibariyle	: 4.169.141
Fon Toplam Değeri	
31.12.2009 itibariyle	: 184.699 TL
Birim Pay Fiyatı(31.12.2009)	: 44.289452.-TL

Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. B Tipi Dünya Fonları Fon Sepeti

2007 yılının Aralık ayında halka arz edilen Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. B Tipi Dünya Fonları Fon Sepeti Fon'u, böyle bir konjonktürde yatırımcısına parite, coğrafya ve varlık sınıflarında sağladığı çeşitlilik ve risk dağılımı ile iyi bir alternatif sunmaya başladı.

2008 yılında başlayarak 2009 yılının önemli bir bölümüne sirayet eden finansal piyasalarda ve reel sektörde yaşananlar, sanırım hiçbirimizin şimdiye kadar görmediği, belki de umarız bir daha görmeyeceği bir krizdi.

2008 ve 2009 yılları yurtdışı gelişmelerin ön planda olduğu, finansal sektör başta olmak üzere birçok sektörün önemli miktarda kredi sıkışıklığı yaşadığı ve portföylerindeki zehirli varlıklardan kaynaklanan ve sonuçlarının üretim, tüketim ve istihdama kadar vardığı bir kriz dönemi oldu. Bankacılıktan perakendeye birçok köklü şirketin ağır yaralar aldığı bu sistematik riskin artmasıyla, dünya çapında şirketlerin gerek hisse senetleri gerekse de tahvilleri önemli ölçüde volatiliteye maruz kaldı. Bu dönemde hisse ve tahvil gibi varlıkların yanı sıra altın, petrol, çelik gibi emtiaların da fiyatlarının ciddi oynaklık göstermesi ve aralarındaki korelasyonun hızlı bir şekilde gerilemesi, panik satışlara neden oldu. Riskini artıran, yumurtalarını bir sepette biriktiren ve iyi piyasalarda kaldıraç oranlarını iyice artıran serbest fonlar başta olmak üzere, birçok fonun ya performans nedeniyle ya da piyasa risklerini azaltmak isteyen yatırımcı-

larının çıkış talepleriyle önemli ölçüde küçüldüklerine, dünyada yatırımcı profilinin daha az kaldıraçlı ve daha az riskli fonlara kaydığına tanık olduk.

2007 yılının Aralık ayında halka arz edilen Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. B Tipi Dünya Fonları Fon Sepeti Fon'u, böyle bir konjonktürde yatırımcısına parite, coğrafya ve varlık sınıflarında sağladığı çeşitlilik ve risk dağılımı ile iyi bir alternatif sunmaya başladı. Fon sepeti olması nedeniyle alt fonlara %80'den fazla yatırım yapan fonumuz, herhangi bir fona ise en fazla %10 seviyesinde yatırım yapabiliyor. Yatırım kriterlerine baktığımızda, Fonumuz SPK'ya kayıtlı fonlardan oluşurken, bu fonların SPK'ya kaydettirilen miktarlarının %20'sinden fazlasına yatırım yapamaması, fonun yatırım yaptığı varlıklarda çeşitlendirme yapabilmesi avantajı sağlıyor. Ayrıca, fonun yatırım yapabildiği her coğrafyada, varlık sınıfında ve para biriminde sınırlamalar olması yoğunlaşma risklerini azaltıyor.

Fonun bir diğer avantajı ise varlıklara doğrudan yatırım yapmak yerine portföyünün önemli bir kısmını diğer fonlarda değerlendiriyor olmasıdır. Dünya çapında yatırımlarda gerekli bilgi birikimi, doğal olarak varlık ba-

zında bilgi detay seviyesine paralel artış gösteriyor. Bu varlıklara doğrudan yatırım yapmak yerine, her bir alt kırılımda konusuna hakim fon yöneticilerinin yönettiği fonlara yatırım yapılması orta-uzun vadeli stratejilerin hayata geçirilmesinde avantaj sağlıyor. Nitekim volatilitenin kısa dönemli artışlarında alt fonlar yatırım yaptıkları dağılım oranlarını ayarlayabiliyor, şirket/ülke bazında potansiyeller arttığında portföylerinde gerekli seçimleri yapabiliyorlar. Fon sepetinin yönetiminde bu dönemlerdeki performansları ve portföy değişimlerini mümkün olduğunca yakından izliyor ve fon seçiminde bu faktörleri göz önünde bulunduruyoruz.

Dağılım stratejilerini belirlerken bahsettiğimiz avantajları kullanarak, yukarıdan aşağı bir yaklaşımla orta-uzun vadeli bir yatırım perspektifinde değerlendiriyoruz. Makroekonomik gelişmeler ve parite değişimlerinde trend değişimlerini takip ediyor, küresel ekonomiler üzerinde etkin olan IMF, Dünya Bankası, G20, G7, FED, ECB, OPEC gibi kurum ve organizasyonların aldığı kararlar, ekonomi yönetimlerinin attığı adımlar ve aldığı tedbirleri analiz ederek gerekli aksiyonları alıyoruz.

Diğer bir deyişle, yurtdışı piyasalara



Cenk Türel
Portföy Yönetimi Direktörü
Hisse Senedi ve Karma Fonlar
Yapı Kredi Portföy A.Ş.

yatırım yapmak isteyen; yatırım yaptığı bölgelerde deneyim ve tecrübe arayan; parite, varlık sınıfı, coğrafya gibi risklerini azaltmak isteyen; bununla birlikte gelişen ve değişen koşullarda kompozisyonunu avantajına olacak şekilde kullanabilecek bir portföy oluşturmayı amaçlayan yatırımcılar için, Yapı ve Kredi Bankası Dünya Fonları Fon Sepeti Fonu iyi bir yatırım imkanı sunuyor.

Fonun yatırım yaptığı fonların pay değerlerinin günde bir kez açıklanıyor olması nedeniyle, gün içi fiyat hareketi olmaması, yapılan işlemlerin valörlü olması nedeniyle günüçi gelişmelerin değil gün sonunda fiyat oluştuktan sonraki gelişmelerin fon sepetinin fiyatını etkilemesi ve fonun giriş ücretinin bulunması da volatilitiyi düşüren etkenler arasında yer alıyor. Bununla birlikte, iç tüzük gereği yatırım yaptığı diğer fonlara yaptığı anlaşmalar sayesinde fon işlemleri için alım/satım komisyonu bulunmaması, yatırımcıya bir başka avantaj daha sağlıyor. Zira yurtdışı fonlara doğrudan yatırım yapan bir yatırımcı, değişen piyasa koşullarında dağılım değişimi yapmak istediği her durumda, hemen her yabancı fon için giriş veya çıkış ücreti öde-

“Fonun yatırım yaptığı fonların pay değerlerinin günde bir kez açıklanıyor olması nedeniyle, gün içi fiyat hareketi olmaması, yapılan işlemlerin valörlü olması nedeniyle günüçi gelişmelerin değil gün sonunda fiyat oluştuktan sonraki gelişmelerin fon sepetinin fiyatını etkilemesi ve fonun giriş ücretinin bulunması da volatilitiyi düşüren etkenler arasında yer alıyor.”

mek zorunda kalabiliyor. Bunun yanı sıra yatırımcı her işlem sonunda ana-para kur farkı başta olmak üzere çeşitli vergisel yükümlülüklerle karşılaşabiliyor, fakat Yapı ve Kredi Banka-

sı A.Ş. B Tipi Dünya Fonları Fon Sepeti Fon'u bir B-Tipi fon olduğu için vergi kapsamında sadece tüm diğer B-Tipi fonlara uygulanan stopaja tabii durumdadır.

Önümüzdeki dönemde volatilitenin gerilemesine rağmen belirsizliklerin süreceğini düşünüyoruz. Makroekonomik verilerin yavaş bir hızla da olsa iyileşmeye doğru yönelmesi ikili dip ihtimalini azaltıyor. Bu durumda 2010 yılı için tahminlerin üzerinde en çok yoğunlaştığı riski, merkez bankalarının tekrar faiz artırımı sürecine girmesi olarak görüyoruz. Bu durumun gerçekleşmesi halinde, hızla yükselen varlık fiyatlarında bir dönem geri çekilmeler olması gündeme gelecektir. Bununla birlikte, merkez bankalarının faiz artırımı sürecine geçmesi için ekonomik verilerin iyileşmeye devam etmesi; üretim, tüketim ve istihdamın artması ve normalleşme sürecine girilmesi gerekiyor. Bu da fonumuz gibi orta-uzun vadeli yatırım perspektifine sahip yatırımcılar için büyümenin ve normalleşmenin sonucu olarak getiri potansiyelinin devam ettiğini, varlık dağılımında doğru zamanlama ile bu potansiyelin daha da artabileceğini gösteriyor.

YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş. B TİPİ DÜNYA FONLARI FON SEPETİ

Fonun Tipi: B Tipi-Yabancı

Fonun Türü: Fon Sepeti

Kurucu: Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

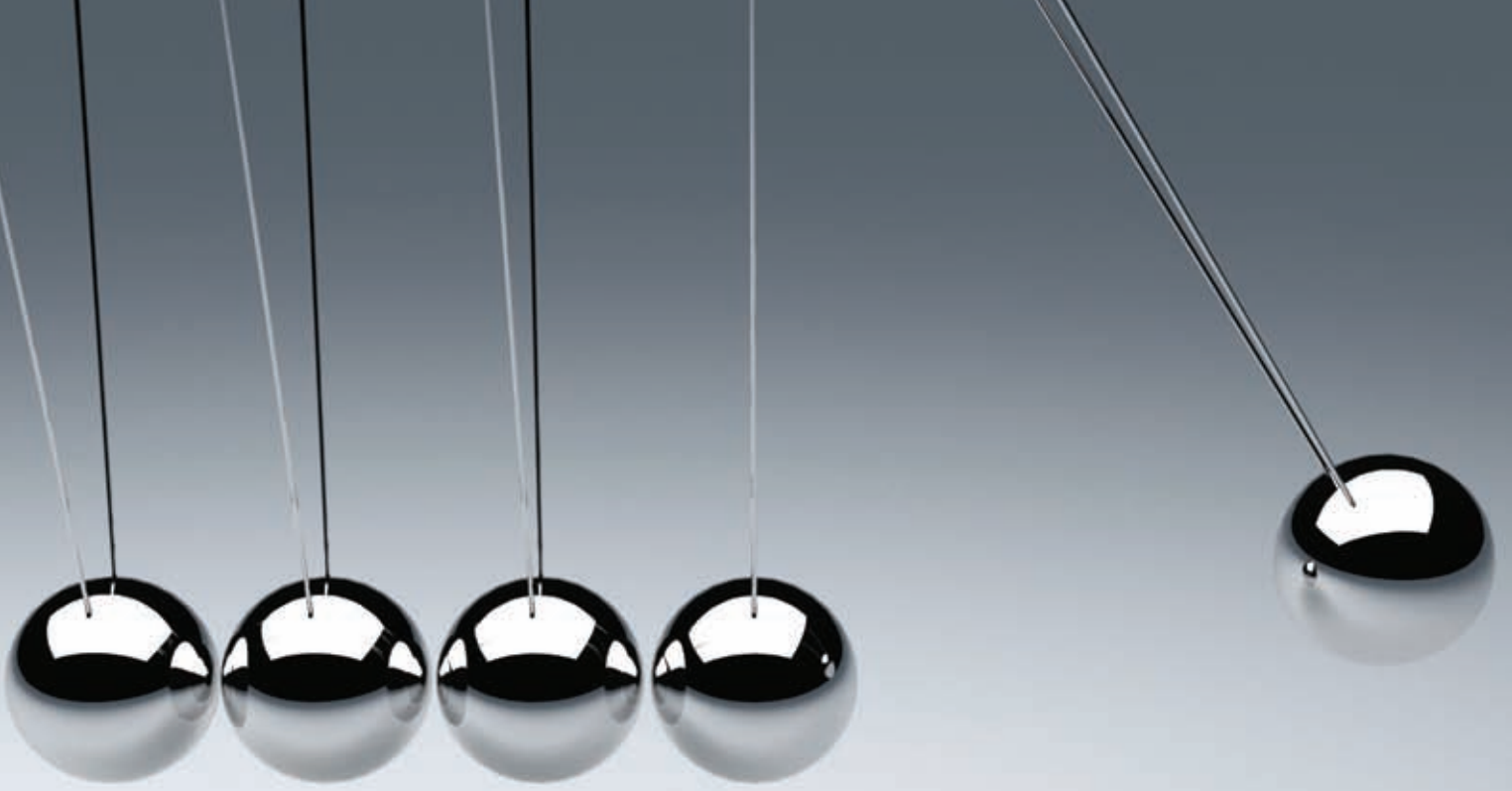
Yönetici: Yapı ve Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.

Halka Arz Tarihi: 10/12/2007

Tedavüldeki Pay Sayısı 25.12.2009 itibariyle: 695,460,800

Fon Toplam Değeri 25.12.2009 itibariyle: 8,568,077 TL

Birim Pay Fiyatı 25.12.2009: 0.01232 TL



BES

Fon Dünyası Yeni Ufuklar Çalıştayı

Sektörün tüm taraflarını biraraya getiren çalıştayda düşen faiz ortamında alternatif ürün çeşitliliği ihtiyacı ve yatırım fonları ile emeklilik fonları düzenleme ve uygulamalarındaki bazı uyumsuzluklara dikkat çekilerek, sektörün büyümesi ve gelişimi için yeni düzenlemelerle desteklenmesi gerektiği vurgulandı.



Bireysel Emeklilik Şirketleri ve emeklilik fonlarını yöneten Portföy Yönetim Şirketleri ile düzenleyici kurumlar Hazine Müsteşarlığı, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM) ve Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) yönetimini bir araya getiren Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) Çalıştayı 8 Aralık 2009 tarihinde gerçekleştirildi.

Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürü Ahmet Genç'in açılış konuşması ile başlayan çalıştayda bireysel emeklilik sektörünün altı yılda geldiği nokta, mevcut sorunlara kısa vadeli çözüm ve mevzuat değişikliği önerileri ile orta-uzun vadede yeni yatırım seçeneklerinin değerlendirilmesi konuları ele alınarak, katılımcılardan da görüş ve önerilere yer verildi.

EGM Genel Müdürü Ali Canyürek, bireysel emeklilik sektörünün başlangıcından bugüne gelişimini anlatarak, çalıştaydaki konuların hem sektörün gelişiminde, hem de ser-

“ EGM Genel Müdürü Ali Canyürek, hiçbir yatırım aracında olmayan vergi avantajının bireysel emeklilik sisteminde bulunduğunu, ancak sisteme girişi artırmak için başka avantajların ve getirilerin de sistemi desteklemesi gerektiğini söyledi.”

maye piyasalarındaki derinlik konusunda yeni ufuklar açacağını söyledi. Canyürek, sektörde toplam 13 şirketin faaliyet gösterdiğini ve 128 adet bireysel emeklilik yatırım fonu bulunduğunu belirtti.

Canyürek'in verdiği bilgilere göre;

- Sektörde % 56'sını banka dağıtım kanalının oluşturduğu 15.343 aracı, %72'si 25-44 yaş aralığındaki katılımcılara satış yapıyor.
- Katılımcıların %46'sı Marmara bölgesinde ikamet ederken, sözleşmelerin %78'i bireysel sözleşmelerden oluşuyor.
- Başlangıcından (2003) bugüne sisteme giren 3,2 milyon katılımcının 1 milyonu sistemden çıkmış durumda.
- Emeklilik fonlarının ortalama vadesi menkul kıymet fonlarına kıyasla oldukça yüksek olmakla birlikte, en uzun vadeli (üç yıllık) devlet tahvili ile kıyaslandığında hala vadenin kısa olduğu gözlenmekte.
- Muhafazakar bir yatırım stratejisi izleyen katılımcılar, birikimlerinin yaklaşık %75'ini kamu kağıtlarında değerlendirirken, fon işletim gider kesintileri sistemin başından itibaren sürekli bir düşüş eğilimi gösteriyor.
- Vergi avantajı matrahtan indirim



şekliyle oluştuğundan, devlet en üst dilimde %35 yerine %33 vergi almayı kabul etti. Ancak katılımcıların sadece yüzde %33'ü vergi avantajını kullanabiliyor.

Emeklilik fonlarının GSYİH içindeki oranı sadece %1,7 olan ülkemiz, 2008 ve 2009 yıllarında OECD ülkeleri arasında emeklilik fonları en çok nominal getiri sağlayan ülke konumunda bulunuyor.

Canyürek, hiçbir yatırım aracında olmayan vergi avantajının bireysel emeklilik sisteminde bulunduğunu, ancak sisteme girişi artırmak için başka avantajların ve getirilerin de sistemi desteklemesi gerektiğini söyledi.

Mevcut Sorunlara Kısa Vadeli Çözüm ve Mevzuat Değişikliği Önerileri

Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Cem Yalçınkaya ve Garanti Emeklilik A.Ş. Genel Müdürü Erhan Adalı'nın hazırladığı ortak sunumda, emeklilik fonlarında kısa ve orta va-

dede uygulanabilecek öneriler, düşen faiz ortamında alternatif ürün çeşitliliği ihtiyacı ve yatırım fonları ile emeklilik fonları düzenleme ve uygulamalarındaki uyumsuzluklara dikkat çekilerek, sektörün büyümesi ve gelişimi için bazı yeni düzenlemelerle desteklenmesi gerektiği vurgulandı.

Önerilen düzenlemeler şöyle;

- Yatırım fonlarında olduğu gibi emeklilik fonlarında da anapara korumalı ve garantili fonların oluşturulması; altın ve kıymetli madenler fonu ve fon sepeti kurulabilmesine imkan sağlanması,
- Yatırım fonlarına yatırım yaparken her fon için %2 olan limitin %5'e çıkarılması ve %10 olan ödünç menkul kıymet limitinin menkul kıymet yatırım fonlarında olduğu gibi %50'ye yükseltilmesi,
- VOB'da pozisyon alınmasına izin verilmesi,
- Mevduat hesaplarına yatırımda tek bankada %2 olan limitin %4'e, %10 olan toplam limitin %20'ye çıkarılması,

- Özel sektör tahvillerinin teminatlandırılması konusunda düzenleme yapılması,
- İhtüzük ve İzahname değişikliklerinin kolaylaştırılması, fon işletim gideri kesintisinin değiştirilebilmesinin kolaylaştırılması ve bağımsız denetim sayısının azaltılması.

SPK Başkan Yardımcısı Bekir Sıtkı Şafak da, görüş ve öneriler kısmında sistemin başlangıcında doğal olarak çok korumacı bir anlayışla oluşturulan mevzuatın, sistemin ihtiyaçlarına paralel olarak yeniden düzenlenebileceğini ifade etti. Ancak bu arada sisteme duyulan güvenin azalması gerektiğini belirtti. Şafak, özel sektör tahvillerinde teminat düzenlemesinin faydalarını yadsınamakla birlikte, bu işlemin hisse yolu ile değil tahvil yolu ile borçlanma olarak değerlendirilebileceğine ve teminat olmadan da kullanılabileceğine dikkat çekti.

Şafak, fon işletim kesintileri konusunda da, oranın serbest piyasa koşullarında oluşması gerektiğini, bu aç-

dan fonlarda daha fazla şeffaflığa ihtiyaç duyulduğunu belirtti.

Orta-Uzun Vadede Yeni Yatırım Seçenekleri

Çalıştayın ikinci bölümüne, Hazine Müsteşarlığı Özel Emeklilik Dairesi Başkanı Selamet Yazıcı başkanlık etti. Yazıcı, hızla büyümeye devam eden sistemin 20. yılı olan 2023'te beklenen fon büyüklüğünün 180 milyar TL olduğunu ve GSMH'nin %9-10'u olacağını söyledi.

Sistemin tüm sektöre eşit fırsatlar yaratmasının önemine vurgu yapan Yazıcı, katılımcı bilgilendirmesi ve yönlendirmesine ağırlık verilmesi gerektiğine, faize duyarlı kesime yönelik faizsiz fon çıkarılmasının sisteme yeni katılımlar sağlayabileceğine dikkat çekti.

İş Portföy Yönetimi A.Ş. Genel Müdürü Gürman Tevfik de, bireysel emeklilik sistemi gibi portföy yönetim şirketlerinin de tanımlandığı bir kanunun ihtiyacı bulunduğunu ve TKYD'nin bu konudaki taslak kanun çalışmasını SPK'ya ilettiğini belirtti. Tevfik, taslak çalışmada bağımsız finansal danışman tanımının yapıldığını ve portföy yönetim şirketlerinin yatırım fonu kurulabilmesinin önünün açıldığını söyledi.

BES'in uzun vadeli bir yatırım olduğunu ve birikimlerin giderek büyüdüğünü vurgulayan Tevfik, sistemin reel sektöre de yatırım yapabilecek büyüklüğe yakında ulaşacağını belirtti ve emeklilik fonlarının köprü, liman, hidroelektrik santraller gibi gayrimenkullere yatırım yaparak reel ekonomiye katkı sağlaması gerektiğini söyledi. Tevfik, uzun vadeli olmasına rağmen devamlı çıkışlar yüzünden likit ihtiyacının da sürekli olduğu sistemde, bu tür yatırımlar için gerekli düzenlemelerin yapılmasının



önemini vurguladı.

Alternatif emeklilik yatırım fonlarının kurulabilmesinin kanun ve yönetmelik değişiklikleri gerektirdiğine dikkat çeken Tevfik, dünyadaki genel uygulamaların alternatif yatırım fonlarının nitelikli yatırımcılara satışı yönünde olduğunu belirtti.

Alternatif yatırım fonlarını ; Girişim Sermayesi Fonları, Gayrimenkul Yatırım Fonları, Serbest Fonlar ve Uzmanlaşmış Fon Buketleri olarak adlandıran Tevfik, serbest fonlarda düzenleme mevcut iken, diğerlerinde de bu tür düzenlemelere ihtiyaç olduğunu belirtti.

Yapı Kredi Emeklilik A.Ş. Genel Müdürü Taylan Türkölmez sunumunda, sektörün tutucu yaklaşımının küresel krizi daha az yara ile atlmasına yardımcı olduğunu belirterek, 2010 yılında da getirilerin önceki yıl kadar iyi olmayabileceğini belirtti.

Fon işletim gideri kesinti oranlarının limitler dahilinde artırılmasına izin verilmesini isteyen Türkölmez, fon çeşitlenmesinin sisteme katılımları çok fazla artıracığına da inanmadığını, fonların çeşitlenmesinin getiri maksimizasyonu yapabilmek adına istenmesi gerektiğini belirtti.

Gelire Endeksli Senetlerin, Dubai örneğinde olduğu gibi, bazı ülkelerde iyi yönetilememiş olmasının, o ürünün kötü olduğu anlamına gelmediğini belirten Türkölmez, önemli olanın düzenleme altyapısının doğru kurulması olduğunu söyledi.

Sektörden veriler

Bireysel Emeklilik Sistemi'nin 08.01.2010 verilerine göre toplam fon tutarı 9 milyar TL'yi aşarken, katılımcı sayısı da 1.991.000 olarak gerçekleşti. Emeklilik sektörü 2009 yılında yüzde 43 oranında büyüdü.



Dünyada Emeklilik Fonları

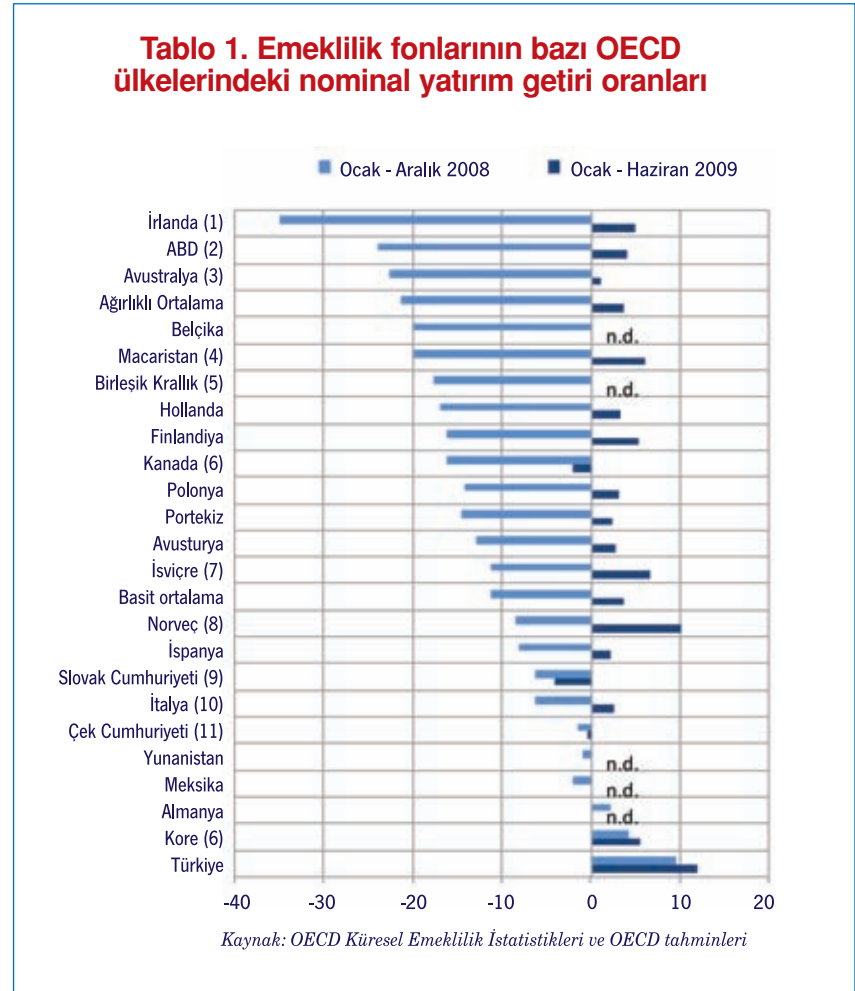
OECD EMEKLİLİK FONLARININ VARLIKLARI VE FONLAMA ORANLARI 2009'DA TOPARLANMA GÖSTERDİ

2009'un ilk yarısında OECD'deki finans kaynaklı emeklilik sistemleri, 2008'de kaybettikleri 5,4 trilyon dolarlık piyasa değerinin 1,5 trilyon dolardan büyük bir bölümünü geri kazandılar (Aralık 2007'de 27,8 trilyon dolar olan piyasa değeri Aralık 2008'de 22,4 trilyon dolara düşmüştü). Sadece emeklilik fonları, 2009 Haziran ayının sonuna kadar nominal rakamlarla ortalama yüzde 3,5 pozitif dönüş sağladılar.

2008 yılında OECD emeklilik fonları ortalama olarak nominal rakamlarla yüzde 21,4 negatif dönüş gerçekleştirdiler (reel olarak yüzde 24,1). 2009'un ilk yarısında 2008'de uğranılan yatırım kayıplarının küçük bir kısmını geri kazandılar. Bilgilerin alınabildiği ülkelerde ortalama olarak emeklilik fonları 30 Haziran 2009 itibarıyla, Aralık 2007'deki seviyelerinin yüzde 14 altındaydılar.

2009 ilk yarı verilerine göre OECD ülkeleri arasında ortalama olarak en yüksek performansı Norveç ve Türkiye'deki emeklilik fonları gösterdi ve yüzde 10'dan fazla nominal getiri sağladılar. Diğer yandan ABD'deki emeklilik fonlarının ortalama getirileri nominal olarak yüzde 4 getiri sağlarken Avustralya'daki süper emeklilik planı fonları sadece yüzde 1 getiri sağladı.

Emeklilik fonları için 2009, on yıllık dönem içinde iki büyük balonun patlamasının neden olduğu yaraların sarılması yolunda önemli bir adım anlamına geliyor. Bunun yanında tipik bir emeklilik fonunun uzun vadeli yatırım dönemi üzerinden hesaplandığında performansı sağlıklıydı. Tek yılın getirilerine odaklan-



mak emeklilik fonlarının ileri yaşlarda yeterli emeklilik geliri sağlama kabiliyetleri açısından yanıltıcı bir tablo ortaya çıkarıyor. Örneğin, son 15 yılda emeklilik fonlarının ortalama nominal getiri oranları İsveç'te yüzde 7,2 (reel olarak yüzde 5,3) ABD'de yüzde 6,9 (reel olarak yüzde 4,4) oldu.

“ 2009 ilk yarı verilerine göre OECD ülkeleri arasında ortalama en yüksek performansı Norveç ve Türkiye'deki emeklilik fonları gösterdi. ”

OECD dışında emeklilik fonları daha da dikkat çekici bir toparlanma gösterdiler. Ancak Hong Kong (Çin), Peru ve Bulgaristan gibi yerlerde emeklilik fonları 2008'de nominal olarak yüzde 20'den fazla negatif yatırım getirisi gerçekleştirirken, Ocak - Haziran 2009 arasında emeklilik fonlarının ortalama getirisi Hong Kong'da yüzde 12, Peru'da ise yüzde 18 ile dünyanın en yüksek seviyelerindeydi.

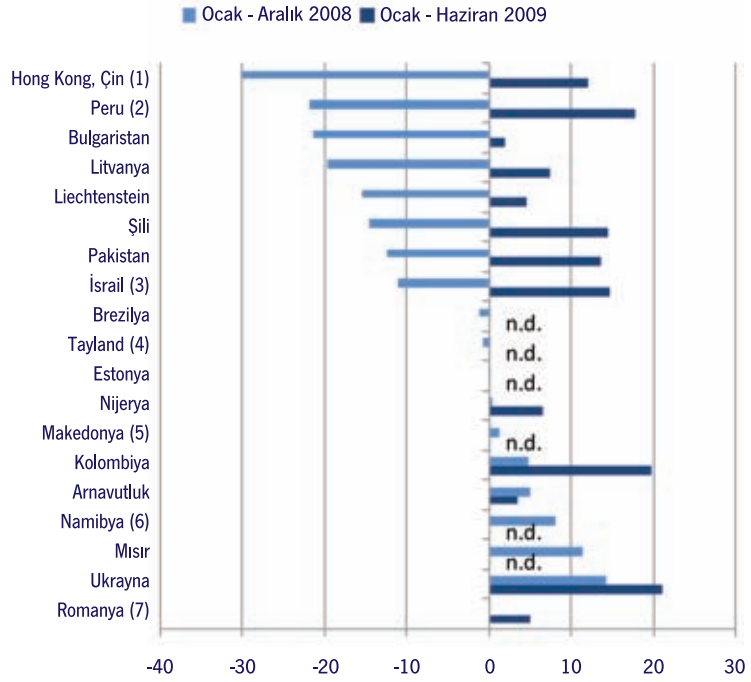
Etkileyici bir toparlanma performansı gösteren diğer ülkeler Şili, İsrail ve Pakistan oldu. Haziran 2009'a kadar Şili ve Pakistan 2008'de uğradıkları kayıpları büyük ölçüde telafi etmişlerdi, İsrail emeklilik fonları ise piyasanın geçen sene yaşadığı kayıpları tamamen geri almışlardı.

OECD dışı ve OECD ülkeleri arasındaki farklı sonuçlar büyük ölçüde gelişmekte olan ülkelerin gerçekleştirdiği daha hızlı toparlanmadan kaynaklanmaktadır. OECD üyesi olmayan Mısır ve Ukrayna gibi birçok ülke de, ellerinde bulunan devlet tahvilleri miktarının yüksekliği nedeniyle 2008 krizinden fazla etkilenmemiştir.

Kriz sonucunda hisse senetlerine ayrılan kaynak oranları önemli ölçüde azaldı. Aralık 2007'de OECD emeklilik fonlarının hisse senetlerine yaptıkları yatırımlar yüzde 50 seviyesindeyken Aralık 2009'a kadar bu oran yüzde 41'e kadar düştü.

Krizin yatırım getirilerine olumsuz etkisi en fazla, hisse senetlerinin toplam yatırım içindeki payının üçte biri aştığı ülkelerin emeklilik fonlarında görüldü. Hisse senetlerine ayrılan yatırım oranlarındaki en büyük düşüşler de bu ülkelerde görüldü. 2008 yılında borsalarda en fazla risk alan emeklilik fonları arasında yüzde 59 ile

Seçilmiş OECD DIŞI ülkelerinde emeklilik fonlarının nominal yatırım getirisi oranları



Kaynak: OECD Küresel Emeklilik İstatistikleri

Avustralya ilk sırada yer alırken, bu ülkeyi İrlanda (%52), ABD (%46) ve Birleşik Krallık (%46) izledi. Karşılaştırma açısından, 2007'de hisse senedi risklerinde en yüksek oran yüzde 66 ile İrlanda'da görülürken, bu ülkeyi Avustralya (%61) ve ABD (%57) izliyordu. Diğer ülkelerde emeklilik fonları, varlıklarının büyük bir oranını getiri oranları hisse senetlerine göre daha düşük ancak daha istikrarlı bir eğilim gösteren tahvillere yatırmış olmaktan yarar sağladılar. Aralık 2008'de 13 OECD ülkesinde varlıkların yüzde 50'den fazlası tahvillere yatırılmıştı (Tablo 2'ye bakınız).

“Kriz sonucunda hisse senetlerine ayrılan kaynak oranları önemli ölçüde azaldı. Aralık 2007'de OECD emeklilik fonlarının hisse senetlerine yaptıkları yatırımlar yüzde 50 seviyesindeyken Aralık 2009'a kadar bu oran yüzde 41'e kadar düştü.”

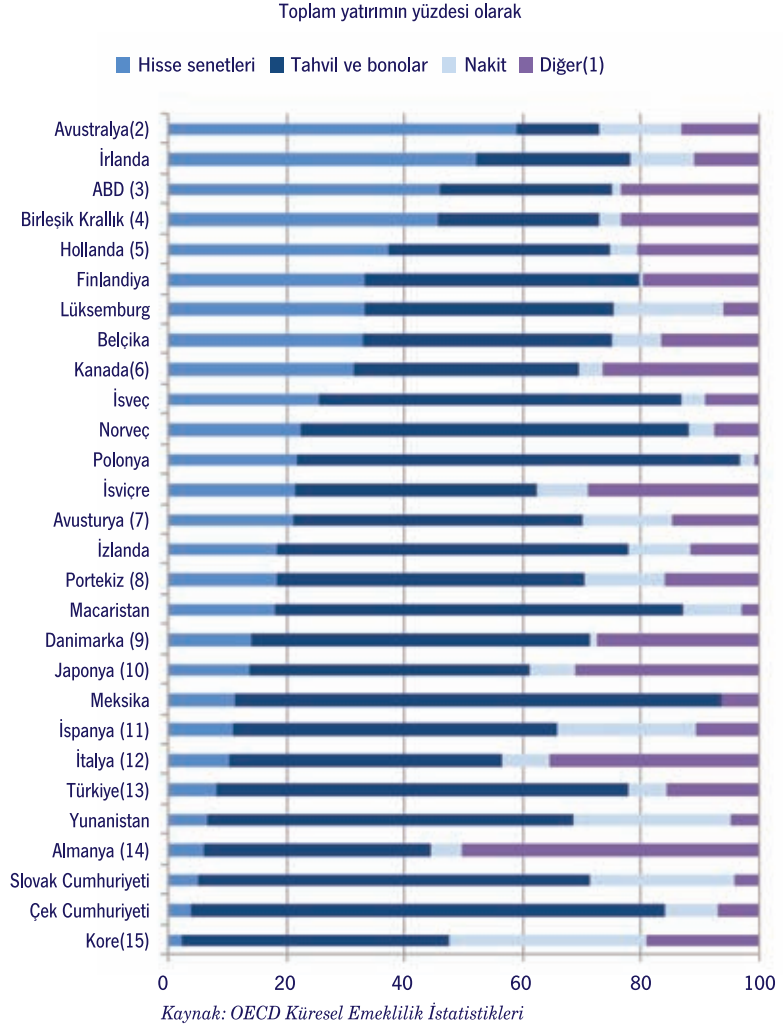
2007–2008 arasında varlıkların tahsisi, büyük ölçüde farklı varlık gruplarının göreceli performansına göre belirlendi. Bunun yanı sıra stratejik varlık tahsislerinde bazı değişiklikler meydana gelirken bunun en belirgin görüldüğü yerler ise Birleşik Krallık ve Hollanda oldu. Bu ülkelerde DB (defined benefit) emeklilik fonlarının borsalarda işlem gören hisse senetlerine yönelik hedef tahsislerini azalttıkları yönünde belirtiler ortaya çıktı.

Hisse senetlerinden kaçış, katılımcıların portföy seçebildikleri bazı ülkelerdeki DC (defined contribution) planlarında da ortaya çıkıyor. Zorunlu sistemlerin bulunduğu ülkelerde yatırım getirilerinin aylık veya üç aylık bazda açıklanması bazı katılımcıların riskin daha düşük olduğu portföylere geçmelerine yol açtı. Ancak bütün üyeler arasındaki oran olarak, muhafazakar portföylere geçenler küçük olmakla birlikte önemli bir azınlık oluşturdu (ülkelerin çoğunda yüzde 10'dan az).

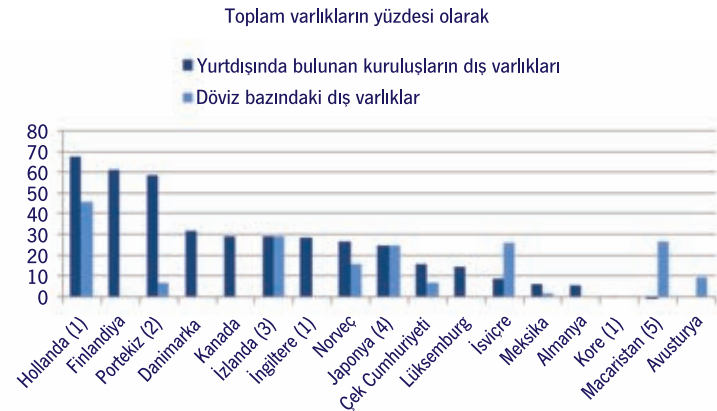
Yatırım konusunda son on yılda hem DB hem de DC emeklilik fonlarında görülen bazı gelişmeler de oldu ve bunların finans krizi sonucunda sürdürüldüğü hatta bazı durumlarda şiddetlendiği anlaşılıyor:

- Hisse senedi portföylerinin uluslararası düzeydeki çeşitliliğinin artması
 - Hem varlık hem de yükümlülük risklerinin hedge edilmesi için türevlerin daha fazla kullanılması
 - Hedge fonlar, özel yatırım şirketleri ve altyapı gibi alternatif varlık sınıflarındaki risklerin sürdürülmesi
- Uluslararası varlıklarda en fazla risk alınan emeklilik fonları Hollanda'da bulunuyor. Döviz bazındaki aktiflerde yüksek risk oranları – toplam varlıkların dörtte birinden fazla – Macaristan, İzlanda, Japonya ve İsviçre gibi başka ülkelerde de görülüyor (Tablo 3'e bakınız).

Tablo 2. Bazı OECD ülkelerinde emeklilik fonlarının bazı yatırım kategorileri için tahsis ettikleri oranlar 2008



Tablo 3. Bazı OECD ülkelerinde emeklilik fonlarının dış yatırımları ve döviz bazındaki yatırımları, 2008



EFAMA Yıllık Raporu 2009 ve Avrupa Yatırım Fonları

Avrupa yatırım fonları sektörünün yaşanmış olan krize tepki vermemesi mümkün değildir. Sektörümüzün kendi varlığını sürdürmesi için vazgeçilmez bir öneme sahip olan kalıcı yatırımcı güvenini yeniden sağlamak ve geliştirmek için bazı güçlü önlemler almamız gerektiği.

Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği (EFAMA-The European Fund and Asset Management Association) 2009 yıllık raporunda, küresel krizin kıta Avrupa'sına etkilerine ve Birliğin orta ve uzun vadede yapmayı planladığı düzenlemelere ilişkin bilgiler yer alıyor.

Yıllık raporun giriş yazısında EFAMA Başkanı Jean-Baptiste de Franssu, yaşanan küresel kriz sonucu, yatırımcıların bu dönemde güvenli liman olarak görülen yatırımlara ve özellikle banka mevduatları ile para piyasası fonlarına doğru çekildikleri yönünde açık kanıtlar olduğunu belirterek, şu değerlendirmelerde bulunuyor:

"EFAMA'nın Avrupa'da sektörün gelişimiyle ilgili önemli bilgi ve istatistiklerin aktarılması çalışmalarında sürekli gelişme kaydedilmekte ve okuyuculara karmaşık bir ortam hakkında açık ve kapsamlı bir tablo sunulmaktadır. Son dönemde elde edilen önemli gelişme ve başarıların başında, aylık



sektör istatistiklerinin derlenmeye başlanması ve sınır ötesi UCITS ile ilgili trend ve perspektifler hakkında iki yıllık araştırmaların yayınlanması geliyor. Bu hayati önemdeki konunun gelecek yıllarda da önemini koruması bekleniyor.

Sektörle ilgili beklentiler mevcut dü-

şük faiz ortamı içinde cesaret vericidir ve yatırımcıların portföylerinin risk-getiri profili yeniden değerlendirilmektedir. Hisse senedi fonları dahil olmak üzere UCITS'lere geri dönüşler gözlenmektedir. Ekonomik ve finansal şartların gelecek dönemde daha da iyileşeceğini ve yatırım fonlarına net girişlerde kalıcı bir iyileşmenin yolunu açacağını umabiliriz.

Bununla birlikte, Avrupa yatırım fonları sektörünün yaşanmış olan krize tepki vermemesi mümkün değildir. Sektörümüzün kendi varlığını sürdürmesi için vazgeçilmez bir öneme sahip olan kalıcı yatırımcı güvenini yeniden sağlamak ve geliştirmek için bazı güçlü önlemler almamız gerektiği. Sektörümüzün gelecekteki büyümesinin temellerinin sağlamlaştırılması için EFAMA ve üyelerinin çaba göstermeyi kararlaştırdığı üç esas alan hakkında genel bilgiler vermek istiyorum.

Birincisi, dağıtım seviyesinde çabalarımızı artırarak yatırımcıların ihtiyaçla-

rina odaklanmaya çalışacağız. Bu fon yöneticileriyle bireysel yatırımcılar arasında şu anda var olan mesafenin ele alınmasını ve özellikle perakende dağıtımcılarla stratejik gözden geçirmelerin yapılmasını gerektiriyor.

Yatırımcıların daha iyi korunması, tavsiyelerde yüksek kalite sağlanması, çıkar çatışmalarının önlenmesi ve yatırımcılara sunulan bilgi kalitesinin yükseltilmesi, dağıtımda iyi uygulamanın temel ilkelerini oluşturuyor. Bunların yanı sıra, finans eğitimlerinin iyileştirilmesi yoluyla genel olarak halkın bilgiye dayalı yatırım tercihleri yapabilme yeteneğinin artırılması için de önlemler alınması gerekiyor. Bu amaca katkıda bulunmak için somut yöntemler bulmak EFAMA'nın esas amaçlarından biridir.

İkincisi, fon yöneticilerinin ürün seviyesindeki çalışmalarını geliştirmeleri gerekiyor. Çeşitli alanlarda önlemler alınmalı; özellikle değer zinciri boyunca etkinlik artırılmalı, aktiflerin güvenli bir şekilde korunmasında saklama kuruluşlarının ve fon yöneticilerinin görev ve sorumlulukları açıklığa kavuşturulmalı ve yönetim standartları yükseltilmelidir. Ayrıca fon yöneticileri, ürün yelpazelerini çeşitlendirerek uzun vadeli yatırımcıların finansal güvenlik ve gelir getirme açısından taleplerine daha iyi karşılık vermeli, her emeklilik için özel geliştirilmiş çözümlerinin inşasında UCITS'i ana yapı taşı olarak kullanmalıdırlar. Küresel bir sektör olarak, UCITS'i küresel bir marka olarak geliştirme çabalarımızı da sürdürmemiz ve bu kapsamda örneğin Avrupa dışından düzenleyici kuruluşlarla diyalog halinde olmamız gerekiyor.

Son olarak, küresel mali sistemi yöneten kural ve düzenlemeleri değiştirmek için devam etmekte olan, daha önce görülmemiş özelliklere sahip politika inisiyatifleri, sektörümüzün Avrupa'daki temsilini güçlendirmek ve böylece Avrupa çapında etkili bir

“ Yatırımcıların daha iyi korunması, tavsiyelerde yüksek kalite sağlanması, çıkar çatışmalarının önlenmesi ve yatırımcılara sunulan bilgi kalitesinin yükseltilmesi, dağıtımda iyi uygulamanın temel ilkelerini oluşturuyor. ”

düzenleme ve denetim çerçevesinin gelişmesine etkin bir şekilde katkıda bulunabilmemizi sağlamak konusundaki ihtiyacı ön plana çıkarmaktadır. Finansal hizmetlere ve daha spesifik olarak uzun vadeli yatırımlara olan güvenin yeniden sağlanması sektörümüz için hayati öneme sahiptir.

Ancak kriz sistemdeki açıkların ortaya çıkmasını sağlarken, düzenleme konusunda aşırıya kaçılması riskine ve herkes için geçerli kurallar uygulanmasına karşı temkinli olmalı ve özellikle krizin bizim sektörümüzde başla-

mamış olmasını göz ardı etmemeliyiz.

Genel olarak, hep birlikte yerine getirmemiz gereken bir görev de Avrupalı yetkililerin, yatırım yönetimi sektörünün Avrupa'daki önemli ekonomik ve sosyal rolü konusunda bilinçlendirilmesidir. Bunun yanı sıra UCITS IV ve MIFID gibi üzerinde anlaşmaya varılmış reformların etkin bir şekilde uygulanmasını ve aynı zamanda perakende finans ürünleri için elverişli bir ortam oluşması yönünde adımlar atılmasını sağlamalıyız.”

Küresel krizin Avrupa bölgesine etkileri ve önlemler

Küresel krizden çıkış sinyallerinin alınmaya başladığı 2009 2.yarisından sonra yatırımcılar yeniden güven kazanmaya başlamış ve henüz temkinli olsa da yatırım fonlarına katkıda bulunmaya ve 2008'de bozulan dengeyi yavaş yavaş yeniden kurmaya başlamışlardır.

Kriz, birçok yatırımcının zihinlerinde ve cüzdanlarında iz bırakmıştır. Yatırımcı güveni şiddetle sarsılmış, gerekli yapıların ya hiç bulunmadığı ya da yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır. Bunların tekrarlamaması için önlem alınması gerekmektedir. Bazı neden-





lerle, etkin ve elverişli bir ortamın sağlanması için formal düzenlemeler gerekecektir.

Başka alanların kendi düzenlemelerini yapmalarına izin verilebilir ancak yapılacak bu düzenlemelere uyum garanti altına alınmalıdır. 2008'de alınan düzenleme önlemleri kısmen mali krizle ilgiliydi, örneğin risk yönetimi alanında düzenleme yapılmıştı. Ancak kriz nedeniyle bankacılık gibi başka alanlarda tetiklenen yeni ve krizle bağlantılı girişimler (fon sektöründe) çok fazla gerçekleşmedi.

Bir dizi faktörün bir araya gelmesi ile yatırım fonlarına talep hızla artmaya devam edecektir. Bu faktörler;

- Tarihteki en düşük seviyelerde bulunan kısa vadeli faiz oranları,
- Banka mevduatlarında tutulan büyük tasarruf havuzları,
- Hisse senetlerindeki değerlendirme potansiyeli,
- Dünya ekonomilerindeki büyüme beklentileri, olarak sıralanabilir.

Aynı zamanda, riskten kaçınma seviyesinin yükselmiş olması ve bankalar arasında devam eden rekabet, Avrupa'daki birçok ailenin yatırım kararlarını etkilemeye devam edecektir. Bütün olarak bakıldığında olumlu faktörlerin olumsuz faktörlerden daha güçlü olduğu söylenebilir.

Orta vadeli görünüm:

Gelecek yıllarda iki önemli kuvvet küresel ekonomiyi etkileyecektir.

Birincisi, BRIC ülkelerinin – Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin – ve diğer gelişmekte olan ülkelerin küresel ekonomik üretim ve mevduat birikimindeki paylarının giderek artması, ikincisi ise gelişmiş ekonomilerde nüfusun giderek yaşlanmasıdır.

Fon yöneticilerinin, UCITS'in küresel bir marka olarak sağladığı başarıdan yararlanarak, yeni ekonomik güçlerin yükselmesinin yatırım fonlarına talep açısından ortaya çıkardığı fırsatları değerlendirmeleri gerekmektedir. Bu açıdan, UCITS IV'ün uygulanması UCITS'in rekabet gücünün daha artırılmasına katkıda bulunacaktır. Orta vadeli görünüm aynı zamanda Avrupalı fon yöneticilerinin, bir çeşit emeklilik geliri ve uzun yaşam riski karşısında koruma sağlayabilecek yeni bir fon ürünleri kuşağı geliştirme yeteneklerine bağlı olacaktır.

Nüfusun giderek artan bir kesimi emekliliklerindeki masraflarını karşılamak için mesleki ve kişisel birikimlerine bağımlı olacaklarından, bu tür ürünler için kuşkusuz pazar her zaman olacaktır. Bu konuda büyük çaba gösterilmesi gereken konular, bu ürünlerin temel niteliklerinin belirlenmesi, dağıtım için gerekli sistemin kurulması ve bunlarla bağlantılı olarak

“ 2008'de alınan düzenleme önlemleri kısmen mali krizle ilgiliydi, örneğin risk yönetimi alanında düzenleme yapılmıştı. Ancak kriz nedeniyle bankacılık gibi başka alanlarda tetiklenen yeni ve krizle bağlantılı girişimler (fon sektöründe) çok fazla gerçekleşmedi. ”

talep edilen hizmetlerin sunulması olacaktır.

UCITS'in dünya sahnesindeki başarısının gelecek yıllarda önemli fırsatlar sunacağı konusundaki inancımızı sürdürüyoruz. Yatırım fonlarında gelişmekte olan ülkelerin bir özelliği olarak yatırım fonlarında çeşitliliğin fazla olmamasının yanı sıra, bu ülkelerdeki güçlü reel ekonomik büyüme, yönetilen aktiflerdeki artışın gelecekte de artacağına işaret etmektedir.

Bazı önemli ülke ve bölgelerin büyüme potansiyellerine bakıldığında, gelişmiş ülkeler ile yeni sanayileşenler arasında büyük bir fark göze çarpıyor. IMF'nin son projeksiyonlarına göre, Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in (BRIC) 2009 ile 2014 arasında %19 ile %85 arasında kümülatif büyüme oranlarına ulaşmaları bekleniyor. Bunun sonucunda, bu ülkelerin dünya ekonomik üretimindeki payları 2008 yılındaki % 22,3 düzeyinden, 2014'te %27,5'e yükselebilecek ve bu pay aktarımı büyük ölçüde Euro bölgesi ve ABD'den kaynaklanacaktır.



Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği

Kuruluş 1999

TKYD'den 2009-2010

TKYD 2009 Faaliyetleri

Mevcut 25 kurumsal, 81 bireysel üyesiyle Kolektif Yatırım Kurumları ve Portföy Yönetimi Sektörünün yüzde 90'ını temsil eden Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD), sektörün gelişimine yönelik çalışmalarını 2009 yılında da sürdürmüştür. Çalışmalar, özellikle mevzuat ve vergisel konulardaki düzenleme ihtiyacına yönelik olarak yoğunlaştırılmıştır.

Geçen yıl içinde yapılan çalışmalar arasında 3.Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi Sektör Toplantısı, İstanbul Finans Merkezi (İFM) Projesi Eylem Planı Çalışmaları, Kolektif Yatırım Kurumları ve Portföy Yöneticiliği Kanunu taslağının hazırlanarak SPK'ya sunulması, 10.yıl etkinlikleri ve Dernek yönetiminin kamu otoritesi ile yıl içinde vergi ve mevzuat düzenlemelerine yönelik sürdürdüğü lobi çalışmaları sayılabilir.

Sektör Toplantısı

TKYD – Kolektif Yatırım Araçları Endüstrisi Yıllık Değerlendirme ve Gelişim Toplantısı Mayıs 2009'da gerçekleştirildi. Toplantı hem sektör ku-

rumları, hem de kamu kurumları bazında genişletilerek sorun ve beklentilerin daha kapsamlı bir şekilde ele alınması sağlandı. Her yıl geleneksel hale gelen toplantıya bu yıl, sektör temsilcileri ve SPK'nın yanı sıra BDDK, İMKB, VOB, İAB ve Takasbank yetkilileri de katıldı. 2010 yılında da sektör toplantılarına aynı şekilde devam edilecektir.

İstanbul Finans Merkezi Projesi (İFM)

Devlet Bakanlığı ve Devlet Planlama Teşkilatı işbirliğinde gerçekleştirilen İstanbul Finans Merkezi Projesi kapsamında 2009 yılı başından itibaren komiteler bazında etkin çalışmalar yapılmış, bu komitelerde TKYD yönetimi de yer almıştır. TKYD Mart ayında İFM Finansal Ürünler Çalışma Komitesi toplantısına ev sahipliği yapmıştır.

İstanbul'u öncelikli olarak bölgesel, nihai olarak da küresel finans merkezi yapmayı amaçlayan İFM proje çalışmaları sonucunda Ekim ayında İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı açıklanmış ve TKYD de bundan sonra yürütülecek çalışmalarda başvurulacak kurumlardan biri olarak eylem planında yer almıştır.

10.Yıl Etkinlikleri

TKYD, kuruluşunun 10. yıl dönümünü 2009 yılında düzenlenen çeşitli etkinliklerle kutladı. 28 Eylül günü sektörün geçmiş 10 yılı ve geleceğe yönelik beklentilerinin ele alındığı basın toplantısı ardından, akşam Esmâ Sultan Yalısı'nda gerçekleştirilen kokteyl finans sektörünün yöneticileri, Borsa Başkanları ve kamu otoriteleri katılımı ile yoğun ilgi gördü.

Çalışma Komiteleri Faaliyetleri

TKYD bünyesindeki Çalışma Komiteleri faaliyetlerini aktif bir şekilde 2007 yılından bu yana sürdürüyor. Komiteler geçen yıl da, sektör temsilcilerinin katılımları ile yapılan toplantılarla birçok projenin sonuçlandırılmasında önemli rol üstlenmişlerdir.

Kolektif Yatırım Kurumları ve Portföy Yöneticiliği Kanun Taslağı

Mevzuat Komitesi tarafından hazırlanan Kolektif Yatırım Kurumları ve Portföy Yöneticiliği Kanun Taslağı

YKD

2009 yılı Eylül ayında Sermaye Piyasası Kurulu'na sunulmuştur. Ülkemizde, gelişimine büyük ihtiyaç olan ve gerek orta vadeli ekonomik plan hedeflerini gerçekleştirmede gerekse İstanbul'un bölgesel bir finans merkezi olmasında ciddi katkılar sağlayacak bu düzenlemeyle ilgili SPK'nın görüş ve önerileri beklenmektedir.

Diğer taraftan yeni Sermaye Piyasası Kanunu Taslağı da tamamlanmış olup bu yılın ilk yarısında TBMM gündemine gelmesi beklenmektedir. TKYD tarafından hazırlanan kanun taslağının ayrı veya yeni kanun içine yerleştirilecek şekilde uygulamaya sokulması yatırım fonu endüstrisini AB standartlarına yaklaştırmada da büyük katkılar sağlayacaktır. Ayrıca yeni kanunda TKYD'nin Birlik statüsüne çevrilmesi de TKYD çalışmalarının daha geniş bir alanda gerçekleştirilmesine yardımcı olacaktır.

Kanun sektörü AB direktiflerine (UCITS) uyumlu hale getirerek, Avrupa fon pazarı ile ülkemiz fonlarının entegre edilmesini sağlayacaktır.

Yatırım Fonları Sınıflandırması

Sınıflandırma ve Derecelendirme

Komitesi tarafından 2008 yılında hazırlanan ve SPK'ya sunulan Kolektif Yatırım Araçları Sınıflandırması Çalışması'nın da kanunla gelecek yeni düzenlemelerle ele alınacağı beklenmektedir. Taslak fon sınıflandırması, sistemde mevcut olarak A tipi ve B tipi olarak adlandırılan sınıflandırmayı ortadan kaldırarak, UCITS standartlarında bir fon yapılması amaçlamaktadır.

Yatırım Araçlarında Vergi Eşitliği Sağlanması

Vergi Komitesi de 2009 yılında yatırım fonlarında uygulanan stopaja ilişkin yeni düzenlemeler için Maliye Bakanlığı ve Gelir İdaresi Başkanlığı nezdinde birçok girişimlerde bulunmuş, yatırım araçlarında vergi eşitliği için önemli çalışmalar yapmıştır. Maliye Bakanlığı ve Gelir İdaresi Başkanlığı'na "A" tipi Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin G.V.K. Geçici 67 inci madde uyarınca tabi olduğu %10 oranındaki stopaj vergilendirilmesi hakkında TKYD görüşü bildirilmiştir.

TKYD'nin sunduğu görüşte, yabancı ülke örnekleri de verilerek, hisse senedi yatırımcısına % 0 olarak uygulanan stopaja karşılık, hisse se-

nedine yatırım yapan A tipi yatırım fonlarında (ağırlıklı olarak portföyünde hisse senedi bulunduran Hisse, Endeks ve Borsa Yatırım Fonları) %10 olarak uygulanan stopajın kaldırılmasının benzer yatırım ürünlerindeki haksız rekabeti önleyeceği şeklindeki sektör görüşü, kamu otoritesi ile paylaşılmaktadır.

Endeks Çalışmaları

Endeks Komitesi, sektörde yatırım araçlarının karşılaştırma ölçütü olarak kullanılan KYD endekslerine ilişkin yeni düzenlemeler ve değişikliklerle ilgili çeşitli çalışmalarda bulunmuştur. 2010 yılında da sektörün ihtiyacına yönelik yeni endekslerin yaratılması konusunda çalışmalar yapılacaktır.

10.yıl etkinliklerine ilişkin çalışmalar da başta İletişim Komitesi olmak üzere, diğer komitelerin de destekleri ile yürütülmüştür.

Portföy Yönetim Şirketleri "ücret araştırması" ile ilgili finans sektöründe özellikle uzmanlaşmış iki ayrı şirketle görüşmeler, Eğitim ve İnsan Kaynakları Komitesi tarafından yürütülmüş ve bu konudaki TKYD tavsiye kararı üyelerle paylaşılmıştır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Yeni Düzenlemeler

“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları asgari halka açılma oranının %25’e indirilmesine ilişkin düzenleme, GYO sayısının ve yabancıların sektöre olan ilgilerinin artmasına katkı sağlayacaktır. Şu anda GYO statüsü kazanmış ancak İMKB’de işlem görmeyen 13 şirket bulunmaktadır ve bunların çoğunluğunun 2010 yılında halka açılması beklenmektedir.”

Sermaye Piyasası Kurulu, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’na (GYO) ilişkin Esaslar Tebliği’nde 31 Aralık 2009 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan tebliğ ile GYO’ların; kuruluş, tescil, asgari sermaye tutarı, lider sermayedara ilişkin özel şartlar, şirket hisselerinin halka arzındaki süreler gibi çeşitli konularda değişiklikler yapmıştır.

Tebliğ ile yapılan değişiklikler ile getirilen yeni düzenlemeler şu şekilde olmuştur:

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının paylarının halka arz edilmesi için öngörülen süreler azaltılmış; halka arzın kolaylaştırılması amacıyla asgari halka açılma oranı %49’dan %25’e düşürülmüştür. Yapılan değişiklikle ani usulde kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla GYO’ya dönüşen ortaklıklara halka arz için sermayeye bağlı süre verilmesi uygulamasından vazgeçilerek, ortaklıkların, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden üç ay içinde çıkarılmış serma-

yelerinin asgari % 25’ini temsil eden paylarının halka arz edilmesi ve tüm paylarının kayda alınması talebiyle Kurula başvuruları zorunluluğu getirilmiştir.

Tebliğde yapılan değişiklik öncesi, halka arz edilecek hisselerin kayda alınması kapsamında SPK’ya yapılacak başvuru için şirketlere süre tanınmaktaydı. Bu süreler tebliğin değiştirilmeden önceki halinde şirketlerin ödenmiş sermaye tutarına göre; Ödenmiş sermayeleri 50 milyon TL’den az olan şirketler için tescilden itibaren 1 yıl, Ödenmiş sermayeleri 50-100 milyon TL arası olan şirketler için tescilden itibaren 3 yıl, Ödenmiş sermayeleri 100 milyon TL üstü olan şirketler için ise tescilden itibaren 5 yıl, olarak belirlenmişti.

Ayrıca, Tebliğin değiştirilmeden önceki halinde Kurul’un, payların ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde, ortaklığın başvurusu üzerine ilgili süreleri uzatabileceği ifade edilmekteydi. Dolayısıyla, GYO’ların hisseleri

Kurul kaydına alınmadan, uzun süreler boyunca faaliyette bulunması mümkün olmaktadır. Tebliğde yapılan düzenleme ile ani usulde kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıklar için, kayda alma başvurusu, kuruluşlarının veya esas sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden üç ay olarak kısaltılmıştır.

GYO’ların asgari başlangıç sermayeleri 11.2 milyon TL’den 20 milyon TL’ye, birden fazla gerçek kişinin lider sermayedar olması halinde gerçek kişi lider sermayedarların menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç değerinin asgari toplamı 16,8 milyon TL’den 20 milyon TL’ye yükseltilmiştir.

GYO’ya dönüşecek şirketlerin paylarının halka arz edilmiş ve/veya şirketin halka açık şirket statüsünde olmasına yönelik hüküm de Tebliğ’den çıkartılarak, halka açık şirketlerin de GYO niteliklerini taşımaları halinde GYO’ya dönüşebilmelerine imkân sağlanmıştır.

GYO’ların kuruluşlarının veya dönü-

şümlerinin kolaylaştırılmasına yönelik olarak, lider sermayedar olabilecek kişilerin sayılarını artırabilmek amacıyla, lider sermayedarın, ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren hukuk, inşaat, bankacılık ve finans gibi alanlarda en az üç yıllık tecrübeye sahip olması gerektiğine ve yalnızca gayrimenkul alım satım işi ile uğraşmanın ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda edinilmiş tecrübe sayılmayacağına dair hüküm Tebliğ'den çıkartılmıştır. Ayrıca tüm GYO yönetim kurulu üyelerinin yeterli tecrübeye sahip olmalarını gerektiren hükümde de değişikliğe gidilerek, yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun yeterli tecrübeye sahip olmaları yeterli sayılmıştır.

GYO'ların portföylerine ancak üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller ile gayrimenkul üzerindeki hakların dâhil edilebileceğine, GYO'nun mülkiyetinde bulunmayan ipotekli arsalar üzerinde tesis edilen ipotegin bedelinin, söz konusu arsa için en son hazırlanan değerlendirme raporunda ulaşılan arsa değerinin %50'sini geçmemesi ve ipotekli arsaların ipotek bedellerinin, ortaklığın kamuya açıkladığı son üç aylık portföy tablosunda yer alan net aktif değerinin %10'unu aşmaması şartlarıyla GYO tarafından proje geliştirilebilmesine yönelik hükümler eklenmiştir.

Tebliğ'de yer alan "Ortaklık lehine sözleşmeden doğan şufa, vefa, iştirah haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmelerinin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline şerhi zorunludur." hükmüne, kat karşılığı inşaat sözleşmeleri ve hasılat paylaşımı sözleşmeleri gibi ortaklık lehine haklar sağlayan sözleşmeler ifadesi eklenmiştir.



Halil Ibrahim Kahve
Araştırma
Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

Tebliğ'de "Kat karşılığı yapılan projelerde, projenin gerçekleştirileceği arazilerin sahiplerince ortaklığa bedelsiz veya düşük bedel karşılığı ortaklık lehine üst hakkı tesis edilmesi halinde, projenin teminatı olarak arazi sahibi lehine ipotek veya sınırlı ayni haklar tesis edilmesi mümkündür." şeklindeki hükmü üst hakkı yanında arsa devirlerini de kapsayacak şekilde değiştirilmiştir.

GYO'ların her yılsonunu takip eden bir ay içerisinde, portföyünde değerlendirme yaptırılması gereken her bir varlık için değerlendirme hizmeti alınacak bir değerlendirme şirketini ve portföyüne o yıl içerisinde alınabilecek ve değerlendirme gerektirecek varlıklar için değerlendirme hizmeti alınacak en fazla iki adet değerlendirme şirketini, yönetim kurulu kararı ile belirlemeleri zorunluluğu getirilmiş ve söz konusu yönetim kurulu kararının Kurulun özel durumlarının kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanması ve bir örneğinin Kurula gönderilmesi öngörülmüştür.

Yurtdışı gayrimenkullerin alım satımlarında Kurulca listeye alınmış şirketlere değerlendirme yaptırma zorunluluğu

bulunmadığına ilişkin Tebliğ'de yer alan istisna, mevcut uygulamaya da paralel olacak şekilde bu gayrimenkullere ilişkin her tür değerlendirme işlemini kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

Asgari halka açıklık oranının %25'e indirilmesine ilişkin düzenleme, GYO sayısının artmasına ve yabancıların sektöre olan ilgilerinin artmasına katkı sağlayacaktır. Şu anda GYO statüsü kazanmış ancak İMKB'de işlem görmeyen 13 şirket bulunmaktadır ve bunların çoğunluğunun 2010 yılında halka açılması beklenmektedir.

Türkiye'nin de aralarında bulunduğu G-20 ülkeleri içerisinde halka açık şirketlerin sayısına bakıldığında da, yeni düzenlemeler ile şirketlerin bu yönde cesaretlendirilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası nezdinde, halka arz olmuş şirket sayısının artırılmasına yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Bu kapsamda 6-7 Mayıs 2010'da İstanbul'da düzenlenecek "Halka Arz Seferberliği İstanbul Zirvesi" için İMKB liderliğinde, Sermaye Piyasası Kurulu, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği ve Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği işbirliği yapmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu da hem bazı Tebliğ'lerde yeni düzenlemeler yaparak hem de yeni Tebliğ'ler hazırlayıp, ilgili taslak Tebliğ'leri görüşe açmakta ve gelen görüşler çerçevesinde de değerlendirme yaparak, Tebliğ'lerde gerekli düzenlemeleri gerçekleştirmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu ayrıca, piyasalarda güven ve istikrarın korunması, sermaye piyasalarının ülkenin ekonomik gelişmesine maksimum katkı yapacak seviyede geliştirilmesi için ortak projelerin oluşturulması, sorunların en kısa sürede çözüme kavuşturulması ve piyasalardaki gelişmelerin yakından izlenmesi amacıyla "Türkiye Sermaye Piyasası Danışma Konseyi" oluşturmuştur.

Sanata yatırım

Rüştü Sungur

Son yıllarda ülkemizde hızla büyüyen ve gelişen çağdaş resim sanatına ilgi, koleksiyonerlerin, özel müzelerin, sanat evlerinin sayısındaki artış ve müzayedelerde oluşan yüksek değerler, bu alanda önemli bir yatırım piyasası oluşumunu da haber veriyor.

Geçen yıl Kasım ayında gerçekleştirilen 'Çağdaş Sanat Eserleri' müzayedesinde dünyaca ünlü Türk ressamı Burhan Doğançay'ın "Mavi Senfoni" adlı başyapıtının 2.2 milyon lira bedele ulaşması, Türk çağdaş sanatı için de bir milat sayıldı. Nitekim Türkiye'de ilk defa çağdaş bir eser oryantalist eserleri geride bırakarak bu yüksek değere ulaştı. Diğer taraftan, Türk ressamların küresel arenada da daha fazla boy göstermeye başladığı gözleniyor.

Türkiye'de resim sanatına ilginin geldiği noktayı ve piyasada olan bitenleri Artium Sanatevi sahibi Rüştü Sungur Kurumsal Yatırımcı'ya anlattı.

Röportaj Güzin Övünç

KY-Ülkemizde sanat piyasasının son yıllardaki gelişimini anlatır mısınız? Bu piyasanın yaklaşık büyüklüğü nedir?

RS-İki tür sanat piyasası var. Müzayedelerin yoğunlaştığı sanat piyasası ve güncel sanat piyasası. Ekonomik kriz olunca bazı şeyler satılmaz hale geldi, bazı şeyler de birdenbire çok fazla satılır hale dönüştü. Alıcı artık çok bilinçli almaya başladı. O yüzden antikalardaki bir takım objeler durdu, bütün müzayede şirketleri resme yöneldiler. Bu durumda yeni firmalar girince pastada bir daralma söz konusu oldu. Şu an 40 firmadan söz ediliyor. Yarıyı resim müzayede yapıyor. Biz 1994'ten beri sadece resim müzayedesini yapıyoruz. Bunu bilen de yapıyor, gerçekten bilmeyen de. Çok kaliteli biçimde ele alan şirketler mesela eskinin duayen şirketleri, resim müzayedesini ve çağdaş resim müzayedesini olayını çok ciddi ele aldı, benim takdir ettiğim şeyler yaptılar. Kuruluş amacı çağdaş müzayedeci olarak başlayan ve devam eden yeni kuruluşlarımızdan da yine işini sürdürenler oldu.

Bu piyasanın büyüklüğüne dair tahminler yapılır, bundan birkaç yıl önce 100 milyon dolar olduğu söyleniyordu. Bugün herhalde 100 milyon doları çok geçmiş olmamız gerekiyor, çünkü şu an milyon dolarlara tek eser satılıyor. Bunu satan müzayede

şirketinin yılda 5-6 büyük müzayede düzenlediğini düşününce, bu oranda diğer şirketleri de kattığınız zaman 100 milyon doları herhalde ikiye katlar diye düşünüyorum. Türk resim piyasasının gelişimini röportajlarımda verdim. Mesela 2004'te bir röportajda, 'artık sektör diyebiliriz' demiştim. Şimdi sektör olduk gibi geliyor. Son birkaç yılda Türk koleksiyoncusu önemli gelişme gösterdi. Bir röportajda yine şöyle bir ifade kullandım: 'Türk koleksiyoneri Hoca Ali Rıza çizgisinden nasıl bir anda Mübin Orhon çizgisini yakaladı ben anlayamadım'. Birisi tamamen boş bir düzlem üzerinde soyut yapıyor, diğeri klasik bir resim. Bizim Türk koleksiyoneri maalesef modaların da peşinde koşuyor. Bilinçli koleksiyoner sayımız çok değil. Ancak bilinçli koleksiyonerlerimizin peşine takılanlar var. Milyon dolarlar yatırılıyor, resmi sevmek gerekiyor. Resim seviliyor kuşkusuz. Klasik resimden hoşlanan bir insan bir anda değişerek modern resmi nasıl sevebilir, ben onu anlamıyorum. Bunlar için de ayrıca bir kültür birikimi gerekiyor, bir eğitim gerekiyor. Oysa soyut resimden anlamak benim yıllarımı aldı.

KY- Burada bize biraz özgeçmişinizi anlatır mısınız?

RS-1973'te akademiye girdim. Babam avukattı ve koleksiyonerdi. 1955 yılında Konya'dan Halil Paşa'nın eserleriyle gelmiş. Doğduğum zaman evde onları gördüm ve onlarla büyüdüm. Zaten 3-4 yaşımdan itibaren hep resim yapıyordum. Yabancı müzelerin albümleri evde vardı. Ben sürekli onları karıştırırdım. Sanatla iç içe büyüdüm. Evde çok sanat hali yoktu belki, babam klasik müzik, edebiyat meraklısıydı. Onların dışındakilerle, resimle ilgili ben gözlemliyordum. O zamanlar Halil Paşa'ya kimse değer vermiyordu. Babamın vefatından sonra da bunları yok pasasına zayi ettik, maalesef. Ama burada tabii akademi hocalarının da büyük etkisi var, çünkü onlara sordum;

'Halil Paşa kim' dediler bana. Ben çocukluğumda gördüğüm, işittiğim şeylerin bu işe girmemde etkili olduğunu düşünüyorum. Sonra antika işine, resim piyasasına girdim. Müzayedeleri inceledim. Bir arkadaşımın evinin üçüncü katını galeriye çevirerek başlamıştım. 1992 yılında kurdum, müzayedelere başladım. Şimdi de Beyoğlu'nda 1000 m2 alanda bir galeri açacağız. Güncel sanat müzayedeleri yapmayı istiyoruz. Bu arada Arkas Holding ile 5 yıllık bir ortaklığımız oldu. Ortaklık sonucunda kurumsallaşma ile ilgili çok şeyler öğrendik. Sonra centilmence ayrıldık, birlikte kurduğumuz şirketi bana bıraktı. Şimdi kendisi koleksiyona devam ediyor, fakat yine burada, burayı paylaşarak sürdürüyoruz. 5 katlı bir binada faaliyet gösteriyoruz.

KY- Şimdi de güncel sanat piyasasından bahsedelim.

RS-Güncel sanat piyasası çok dinamik ve gençlere dayanıyor. Bunu sürdüren çok önemli genç ve dinamik galeriler var. Bunlar dünyaya yayılmış durumda. Yurtdışı fuarlara katılıyorlar. Daha çok Tophane civarında, Beyoğlu Mısır apartmanında yerleşmiş durumdadır. Genç Türk sanatçıları da gayet başarılı buluyorum. İnternet globalleşmeyi getirdi. Onun etkisiyle genç Türk sanatçıları dünyaya açıldı. Eskiden Türk sanatçısı yurtdışında hiçbir şeye ulaşamazdı. Bir rüyaydı, bir hayaldiydi. Bunun olumlu etkisini görüyoruz, göreceğiz.

KY- Sanat Yatırımcılığı ve Koleksiyonerlik alanında son dönemdeki trendler nelerdir?

RS-Daha çok koleksiyoncular soyut sanata yöneldiler şu anda, trend bu. Bir röportajda Burhan Doğançay bir milyon dolara çıkacak demiştim, dediğim de oldu. Kaplumbağa Terbiyecisi 3.5 milyon dolara satıldığı zaman onun değeri otomatikman 5 milyon dolar olmuştur. Alındığı anda o değer katlar. Alan kişi, girdiği kurum, kazandığı kimlik, yapılan PR hep artı



değerini katlar. Burhan Doğançay'ın o tablosunu kimse bilmiyordu. Şimdi bütün Türkiye, hatta belki dünya öğrendi. Bugün Kaplumbağa Terbiyecisi'nin değeri en az 10 milyon dolar. Bugün bu tabloya Türkiye'de 10 milyon dolar vermeye hazır üç tane koleksiyoncu vardır. Bugün şimdi eminim, 2 milyon dolar da bu esere (Ömer Uluç'un mavi tablosu-fotoğrafta yer alıyor) vermek isteyenler vardır. Ben o röportajda 5 isim önermiştim. Burhan Doğançay 250.000 ile 1 milyon dolar arası, 2 numaraya Ferruh Başağa'yı koydum 50,000-250,000 lira ve bunu yazdığımında, Ferruh Başağa almaya çalışan kişiler varmış, bana telefon açtılar. Nasıl böyle bir şey söylersin diye, böyle de bir tepki çektim. 3 numarada Adnan Çoker 100.000 dolara 4 ve 5 numaraya Ömer Uluç ve Mehmet Güler-yüz yapmıştım.

Sonuçta şu anda da koleksiyonerlerin ilgisi Burhan Doğançay, Ömer Uluç, Adnan Çoker ve Ferruh Başağa üzerinde yoğunlaşmış durumda. Paris ekolünden de Mübin Orhon,

Selim Turan, Hakkı Anlı gibi sanatçılar çok tutuluyor. Tamamen soyut bir trend var.

KY- Estetik anlayışı dışında materyal olarak sanatsal yatırımın temel başarı kriterlerini sıralayabilir misiniz?

RS-Sanatsal özgünlüğü, altyapısı ve derinliği olmayan bir sanatçının eserinin prim yapması manipülasyonla olur, onlar da geçicidir. Mesela Ömer Uluç'un resimleri üzerinde bir takım oyunlar oynanmıştır, ama onun düşeceği anlamına gelmez, çünkü Ömer Uluç, Türkiye'de belli başlı sanatçılardan biridir. Para kazanmak için fazladan yükseltmiş olabilirler ama olması gereken değerdedir. O yüzden o derinliği olan bir sanatçı, yerine hakkıyla gelmiştir. Haketmediği halde yükseltilen resimler- ki bunlar da yapılıyor, bir yıl sonrakinde tepetaklak iner. Sanat olmadan kar da olmaz. Ne kadar sanat varsa o kadar karınız yüksek olur. Sanatçı kişiliği, derinliği, samimiyeti, özgünlüğü, dünyadaki yeri, eserlerinin bugüne kadar girmiş olduğu koleksiyonlar ancak onu bir yere getirebilir.

Sanatsal yatırımının temel başarı kriteri kesinlikle iyi koku almak. Havayı koklamak, piyasayı koklamak. Hangi trend gidiyor. Mesela bir müşteri var, Numan bey, klasik resimleri alırken yazdan önce birdenbire çağdaş

resmin fırlayacağını görmüş ve hemen çağdaş resimle portföyünü doldurmuş. Onun 15.000 liraya aldığı bir Zeka Ormancı tablosu aradan geçen 8 ay süresinde 50.000 lira oldu. Zeka Ormancı'yı erken kaybetmemiz, geç keşfedilmesi de bunların içinde etken. Bazı sanatçılarda da geç keşfedilme sorunu var. Fazla içe dönük, mütevazı kişilikli sanatçılar kendilerini çok tanıtmıyorlar, şans faktörü de var. Sonunda ölüp gidiyor, arkadan ya bu neymiş diye saldırıyorlar. Birden 50.000'e çıkıyor. Tabii şu anda hayatta olan sanatçılar için de söz konusu, yakın zamanda kaybedeceğimiz, duyulmamış bir sanatçı da böyle olabilir.

KY- Bir tablonun satış sürecini anlatır mısınız? Ek maliyetler nelerdir? Doğru fiyat nasıl tespit edilir?

RS-Sanat eseri bahsettiğimiz (Ömer Uluç'un eseri olan mavi tablo) tabloyu bir koleksiyoner getirdi, ismini vermeyelim, bir ihtiyacı var, bunu satışa koydu. 25.000 lira olarak koyacağız müzayedeye, sahibinin beklentisi en az 50.000 -ki daha fazla eder. Biz bunu satarken bunu satandan bir komisyon alıyoruz. Bu eseri ne göre yüzde 10 ila 20 arası değişiyor. Fiyatı düşük eserlerden 20 alıyorsunuz, orta 15 oluyor, yüksek fiyatla satarsanız yüzde 10'a düşüyor.

Satış sürecinde alıcıya da ek maliyetler var. Kişi diyelim müzayededen 50.000'e aldı, bunun yüzde 18 KDV'sini ödeyecek, bize yüzde 7 satış komisyonu ödeyecek. Toplamda yüzde 26 gibi bir ek maliyet biniyor. KDV'nin kaldırılması için bütün müzayedecilerin toplantılarında çok uğraştım. Bunu getiren kişi bir şirket değil bir şahıs. Mesela bu tabloyu 90'lı yıllarda Ömer Uluç'un Paris'teki sergisinden almış. Bu adamın bana kesmiş olduğu bir fatura yok, ben KDV'yi oradan alıp doğrudan devlete yatırıyorum. Bizimkisinin adına emanet KDV diyorlar. Bizim bütün satışlarımız böyle olduğu için bu KDV'yi haksız görüyoruz. Ancak nedense müzayede şirketleri bir araya gelip bunu kaldırabilmek için Maliye nezdinde bir girişimde bulunmuyor. Mesela bu KDV'yi 3'e, 5'e, 8'e indirmek talep edilebilir, fakat müzayedeciler birliği oluşmuyor, bir araya gelip karar veremiyorlar. İki büyük müzayede şirketi var: Antik A.Ş. ve Portakal Sanatevi. Ben bunların evet dediği her şeye gözüm kapalı giretim. Onlar başı çekerse arkadaki bütün şirketler takip edecektir. Ancak ikisi birlikte olmalı, biri girip biri girmediği zaman da olmuyor. Bugün müzayedelerin önündeki KDV engeli kaldırılırsa satışlar ikiye katlar diye düşünüyorum.

Alım satım sürecinde doğru fiyat için piyasa değerlerini kriter alıyoruz, başka müzayedelerdeki fiyatlarını araştırıyoruz. Elimizde çok önemli bir arşiv var, sanat tarihi departmanımız var. Eseri yapan sanatçının son bir yıl içinde çıkan bütün müzayedelerdeki final fiyatları tespit ediliyor. Bu yıllık listesi çıkıyor, ona göre ortalama bir değer bulunuyor. Sahibi de teklifte bulunuyor, ondan sonrası da arada anlaşmaya bağlı.

KY-Alım satım sürecinde manipülasyon ihtimali var mıdır? Bundan nasıl korunabilir?

RS-Tabii ki manipülasyon ihtimali var piyasada. Bir koleksiyonerden şöyle



bir şey duydum; birkaç önemli alıcı aralarında manipülasyona karşı bir işbirliği oluşturmuşlar ve manipülasyon yaptıklarından şüphelendikleri müzayede şirketlerini boykot edip onlardan çağdaş resim almayacaklarmış. Gerçekten bu tip bir şeyi bir müzayede şirketi sahibinin kendisinin de yapacağına inanmıyorum, inanmak da istemiyorum. Bazı şeyler duyuyoruz. Bazı ressamın resimleri atölyeden ucuza alınıyor, sonra çeşitli müzayedelerde yükseltiyor, onları da herkes biliyor kimin ne yaptığını, şirketin komisyonunu ödüyorlar, anlaşıyorlar, diyelim 20'ye aldıklarını 120 yapıp ellerindeki eserleri sonraki müzayedelerde boşaltıyorlar, kar elde ediyorlar. Bu çok sığ bir düşünce! Sadece bugün para kazanmaya yönelik tam bir şark kafası! Bugün üç kuruş kazanırsın ama sonra bunun gerisi gelmez, sonra o ressamın fiyatları hızla aşağı iniyor, tabii alanlar da pişman oluyor, bu kişinin piyasaya güveni kalmıyor, soğuyor ve bir daha resim almıyor. Müşteriyi kaybetmiş oluyoruz. Yurtdışındaki müzayedelerde 100 milyon dolarlar dönüyor, bizim burada 300-500 bin dolar için yapılan manipülasyonlar bana çok komik geliyor. Bir müzayede birliği olursa, bu da o birliğin içinde alacağı önlemlerden biri olarak gündeme gelir. Yakında bir toplantıda Antik A.Ş. sahibi Turgay Artam bey birlik için ısrar etti. Aziz Karadeniz de toplantıdaydı, o da aynı şekilde, Rafi (Portakal) bey de o gün toplantıda bulunamamıştı, bize bir mektup yazdı, gönül birliğinin daima olduğunu, bu işe gireceğini teyit etti. Bu güzel bir gelişme. Onlar manipülasyon yapan firmaları, onlara alet olanları kuruluşuna almayabilir. 2002'de ilk müzayedeciler toplantısı yapılmıştı. Orada 'müzayedeler birliği oluşturalım' demiştim. 'Bu resmi kurumdan ruhsat almayan müzayede yapmasın' demiştim. Her önüne gelen de bu işi yapmaya da başladı.

KY- Sanatsal müzayedeler konu-



sunda gündem ve güncel gelişmeler hangi kaynaklardan takip edilebilir?

RS-Tek sanat sitesi olan 'lebriz.com' önemli bir kaynak. Tüm sanat müzayedelerini güncel olarak takip edebiliyorsunuz. İlginiz varsa müzayede şirketlerine gelip buraya kayıt yaptırarak şahsınıza katalog göndertirebilirsiniz. Biz müşteri olduğunuzu anladığımız kişiyi üye yapıyoruz. Ticari bir kuruluşuz, ticari yatırımımızın da geri gelmesini bekliyoruz. İlgileniyor, gelip kendini tanıtıyor, birebir sohbetten sonra kayıt yapıyoruz. Bir yıl boyunca hiç takip etmezse, müzayedelere katılmazsa üyelikten çıkarıyoruz.

Koleksiyonerlere yurtdışı müzayedelerini takip etmelerini tavsiye ederim. Christie's, Sothebys, Philips de Purry gibi kurumların güncel sanat müzayedelerinde çok zengin eserler vardır. Orayı gördüğünüz zaman Türkiye'dekileri bir parça daha eleştirme fırsatı buluyorsunuz.

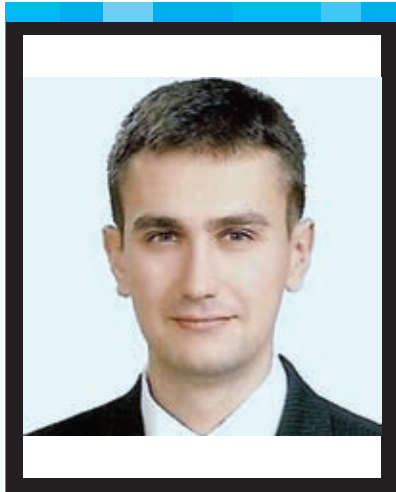
KY- Hangi alanlarda yatırım öneriyorsunuz?

RS-Tabii ki resim alanında yatırım tavsiye ederim. Mart ayında isimleri portajda verdim, arkasından onlar

patladı. Koleksiyoner bu tür şeyleri takip etse, çok da fazla gelip bize sormuyorlar. Koleksiyoner de iyi ticaret biliyor, hakikaten bizden daha iyi takip edenler de var. Ama ben şu anda yatırım olarak güncel sanatçıları öneriyorum. Artık Ömer Uluç almazsınız, Burhan Doğançay almazsınız. Bunlar artık doymuş fiyatlar. 1 milyon dolara alacaksınız yarın 10 milyon dolar olana kadar beklemeniz yıllarınızı alabilir. Ama genç sanatçılar var, 3.000 5.000, 10.000 liraya dev gibi resimler satıyorlar ve bunların geleceği bana göre çok parlak. 35-40 yaşlarına kadar olan bir sanatçı grubunun eserlerine yatırım yapılabilir. Dikkat edilecek kriterler; o sanatçının yurtdışında sergilere katılıp katılmaması, aldığı ödüller, yurtdışında aldığı eğitimler. Şu anda çok tutulan çok pahalı olan Selma Gürbüz, Haluk Akakçe, Halil Altındere, Leyla Gediz, Taner Ceylan, Ahmet Oran gibi bir çok sanatçı var, mesela Ekrem Yalçındağ çok satıyor, gençlerden Ebru Uygun elinize aldığınız anda satılıyor, fiyatları 20-30 bin dolar civarında. Artık koleksiyoncu orada bir keşifte bulunacak. Bunlar geleceğin Ömer Uluçları olacak ve hatta geçecekler.

Altın Sektörü

Özellikle son yıllarda yatırımcıların düşük riskli yatırım araçlarına yönelmesi, geleneksel olarak güvenli liman olarak kabul edilen altına ve altın fonlarına olan ilgiyi de oldukça artırmıştır.



B. Çağrı Özel
Müdür Yardımcısı
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.

Altın, insanlık tarafından bilinen ilk metallere aittir. İlk önceleri sadece mücevher olarak değerlendirilen altın, daha sonraki tarihsel gelişim içerisinde değişim aracı olarak da kullanılmaya başlanmıştır. Altın para birimi olarak uzun yıllar kullanıldıktan sonra gelişen ihtiyaçlardan dolayı 16. yüzyıldan itibaren kağıt para da altının yanında para birimi olarak işlem görmeye başlamıştır. İlk başlarda daha önceden belirlenmiş altının karşılığı olarak tedavüle çıkan kağıt paralar, istenirse altına çevrilebilir şekilde işlem görmüştür. İlk yıllarda kağıt para-

nın karşılık olduğu altın miktarı uzun zaman aynı kaldı. Örneğin Sir Isaac Newton'un Birleşik Krallık darphanesinin başındayken 1717 yılında belirlediği kağıt paranın altın değeri kısa aralıklar dışında 1914 yılına kadar değişmeden kalmıştır. 20. yüzyıla kadar hemen hemen tüm ülkeler altın standardını kullanarak paralarını belli bir miktar altına endekslemişlerdir. Ancak daha sonraları yaşanan savaşlar ve artan bütçe açıkları, hükümetlerin daha fazla kağıt para basarak sorunları aşmaya çalışmasına neden olmuştur. Bu gelişmelerin sonucunda oluşan enflasyon, altının değerinin artmasına ve servet

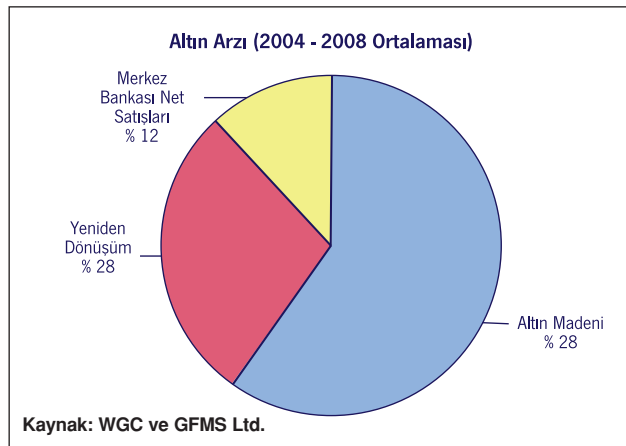
koruyucu özelliğinin ortaya çıkmasına sebep olmuştur. 1944 yılında toplanan Bretton Woods konferansı sonucunda, birçok ülke kendi parasının değerini ABD dolarına bağlamış ve ABD doları da altına endekslenmiştir. Bu sistem 1971'e kadar devam etse de, artan cari açık-larının bir sonucu olarak ekonomik sorunlar yaşayan ABD, doların altına çevrilmesini sona erdirmiştir. 1973 yılından itibaren ise altın fiyatları dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu şekilde altın, paraya belirli bir oranla bağlı olmaktan çıkarak bir yatırım aracı hüviyetini kazanmıştır.

Yatırım aracı olarak altın

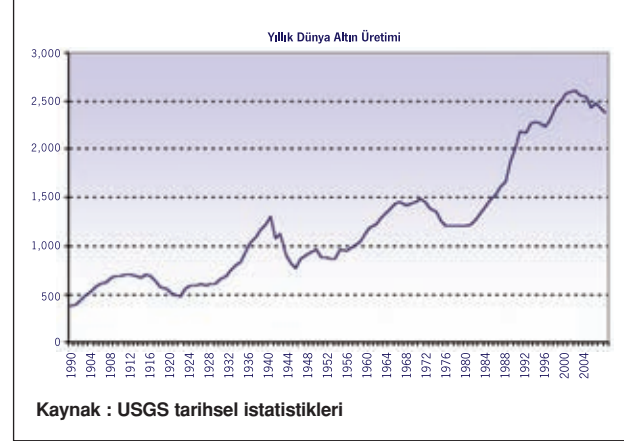
Bir yatırım aracı olarak altına bakıldığında avantajları aşağıdaki gibi ortaya çıkmaktadır.

- **Enflasyondan korunma:** Altın genel olarak para birimlerindeki değer kayıplarına karşı birikimlere belirli bir oranda koruma sağlamaktadır. Özellikle yüksek enflasyon ortamlarında altına talep artmaktadır.
- **Portföy çeşitlendirilmesi:** Altın, kötü piyasa koşullarında güvenli liman olarak görüldüğü için içerisinde altın bulunan portföylerde, riskli varlıkların fiyatlarında dalgalanmalar meydana geldiğinde portföyü dengeleyici bir unsur olarak portföy yönetimine yardımcı olmaktadır.
- **Risk yönetimi:** Genel olarak altın, birçok varlık sınıfına göre daha düşük bir volatiliteye sahiptir. Bu nedenle portföyün toplam riskinin düşürülmesine yardımcı olur.

Altının fiyatı piyasadaki arz ve talep koşullarına göre değişim göstermektedir. Altının arzına bakılacak olursa oldukça inelastik bir yapı olduğu görülmektedir. Temel olarak altın piyasasına üç kaynaktan arz verilmektedir; altın madenleri, yeniden değerlendirilen hurda altın ve merkez bankalarının satışları. Bu kaynakların dağılımına bakıldığında arz edilen altının %60 civarındaki bir kısmının madenlerden elde edildiği görülmektedir.

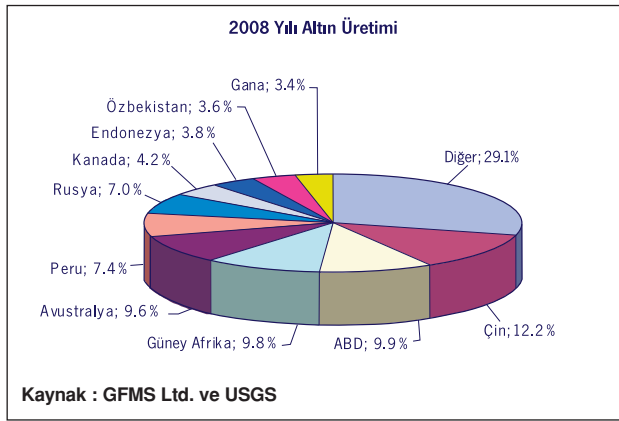
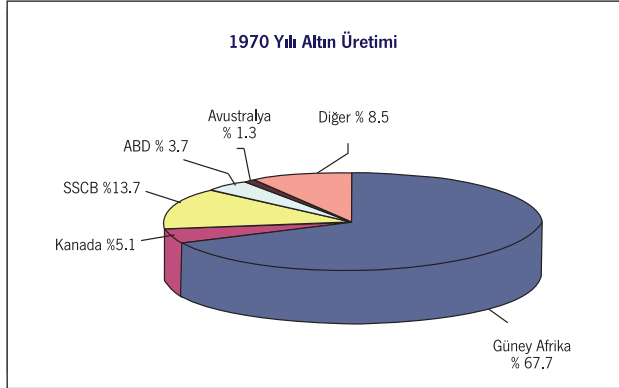


Tarih boyunca insanlık sürekli olarak altın madeni aramış olmasına rağmen bugüne kadar çıkarılan toplam altın miktarının 161.000 ton olduğu tahmin edilmektedir. Gelişen teknoloji sayesinde bu miktarın yarıya yakın kısmı son 50 yıl içerisinde elde edilmiştir.

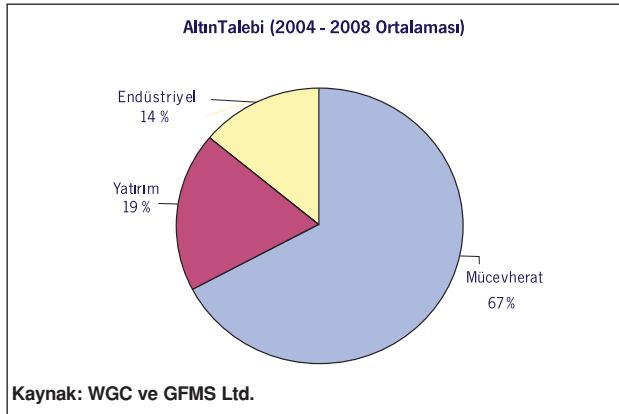


Tarihte bilinen ilk büyük altın madenleri Yukarı Mısır (bugünkü Sudan) ve İspanya'da bulunmaktaydı. Ancak buralardan oldukça sınırlı miktarda altın elde edilebilmekteydi. Ortaçağ'da yapılan keşifler bilinen altın madenlerinin artışına büyük katkı sağlamıştır. İlk olarak 1700'lü yıllarda Brezilya'da altın bulunmasıyla çıkarılan altın miktarı hızlı bir artışa geçmiştir. 1720'li yıllarda dünya altın üretiminin üçte ikisi Brezilya'dan yapılmaktaydı. Daha sonra ABD'de Kaliforniya, Nevada ve Alaska'da büyük altın rezervleri bulunmuş ve altına hücum adı verilen büyük göç hareketlerine yol açmıştır. Ancak 1868'de Güney Afrika'da altın bulunmasıyla bilinen en büyük rezervler keşfedilmiştir. Bugüne kadar üretilen altının %40 civarındaki kısmı Güney Afrika'dan elde edilmiştir. Gelişen teknoloji ve artan arama çalışmaları sayesinde bugün dünyada oldukça yaygın bir coğrafyada altın üretilmektedir. 1970'li yıllarda yıllık dünya altın üretiminde %60'ların üzerinde bir paya sahip olan Güney Afrika'nın payı, geçen yıllar içerisinde azalmış ve 2007 yılından itibaren Çin yıllık altın üretiminde birinci sıraya yerleşmiştir.

“Merkez bankaları dışında bireysel ve kurumsal yatırımcılardan da yatırım amaçlı altın talebi görülmektedir. Bu talebin sonucunda birçok ülkede altın yatırımcısına profesyonel hizmet verilebilmesi için altına dayalı fonlar kurulmuştur.”



Altını talep edenlere bakılacak olursa, en büyük talebin kuyumculuk sektöründen geldiği görülmektedir. Bu talebi yatırım amaçlı altın talebi izlemektedir. Altının endüstriyel kullanımı oldukça sınırlıdır. Ağırlıklı olarak dişçilik, nanoteknoloji, dekorasyon, fotoğrafçılık ve uzay teknolojilerinde kullanılan altının toplam endüstriyel talebi yıllık talebin %14'ü civarında seyretmektedir.



Altın talebi ağırlıklı olarak beş ülkeden gelmektedir. Toplam talebin yaklaşık %55'i farklı sosyo-kültürel sebeplere bağlı olarak Hindistan, Çin, ABD, Türkiye ve İtalya'dan gelmektedir.

Ülke	Merkez Bankası Altın Rezervi (Ton)
1 ABD	8133.5
2 Almanya	3412.6
3 IMF**	3217.3
4 Fransa	2452.8
5 İtalya	2451.8
6 Çin	1054.0
7 İsviçre	1040.1
8 Japonya	765.2
9 Hollanda	612.5
10 ECB	536.9
11 Rusya	531.9
12 Tayvan	423.6
13 Portekiz	382.5
14 Hindistan**	357.7
15 Venezuela	356.4
16 İngiltere	310.3
17 Lübnan	286.8
18 İspanya	281.6
19 Avusturya	280.0
20 Belçika	227.5
30 Türkiye	116.1

Kaynak : WGC ve IMF

**Haziran 2009 sonu itibariyle olan durumu göstermektedir.*

***Bu tarihten sonra Hindistan Merkez Bankası IMF'den 200 ton altın aldığını açıklamıştır.*

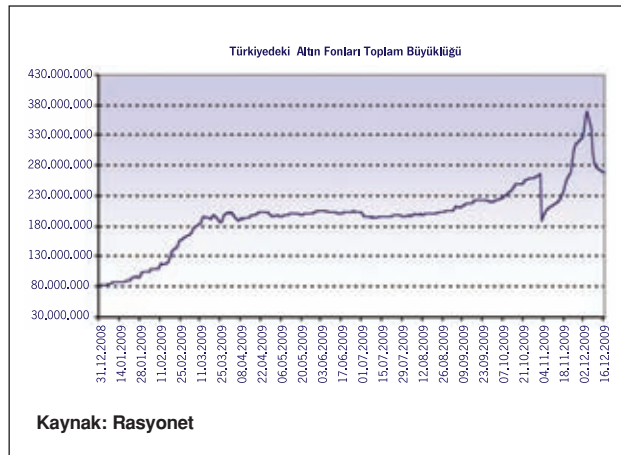


Bu ülkelerden Hindistan ve Çin'in geleneksel tüketici taleplerine ek olarak merkez bankalarının da özellikle son yıllarda artan miktarda altın talebinde buldukları bilinmektedir. Merkez bankalarında bulunan altın rezervlerine bakılacak olursa en yüksek rezervlere ABD ve Avrupa Merkez Bankaları'nın sahip olduğu, gelişmekte olan ülkelerin ise ekonomileri büyüdükçe daha yoğun alıcılar olarak ortaya çıktıkları görülmektedir.

Merkez bankaları dışında bireysel ve kurumsal yatırımcılardan da yatırım amaçlı altın talebi görülmektedir. Bu talebin sonucunda birçok ülkede altın yatırımcısına profesyonel hizmet verilebilmesi için altına dayalı fonlar kurulmuştur. Bu fonlardan en bilineni ABD'de kurulmuş olan SPDR fonudur. ABD'nin yanı sıra Japonya, Hong Kong ve Singapur'da da işlem gören fonun sahip olduğu altın miktarı 1.100 tonu aşarak birçok büyük merkez bankasının altın rezervlerini geçmiştir.

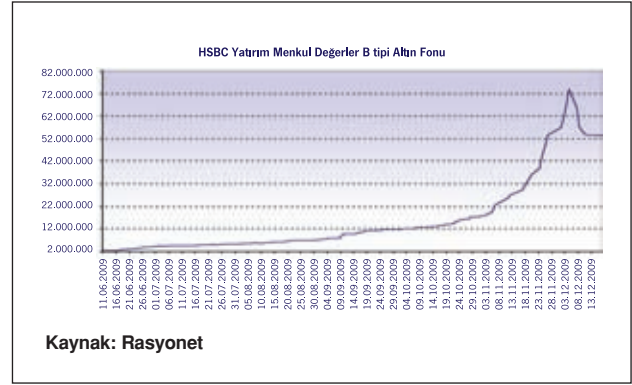
Ülkemizde de 1993 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar'da yapılan değişikliklerle altın piyasası liberalleştirilmiştir. Bu karar sonrasında oldukça hızlı bir büyüme trendine giren piyasaya hizmet vermek amacıyla 26 Temmuz 1995'de İstanbul Altın Borsası açılmıştır. Borsanın açılışıyla beraber Türkiye'de de altına dayalı yatırım fonları oluşturulmaya başlanmıştır.

Ülkemizde bugün itibariyle yedi adet yatırım fonu ve bir adet borsa yatırım fonu olmak üzere toplam sekiz adet altına dayalı fon bulunmaktadır. Özellikle son yıllarda yatırımcıların düşük riskli yatırım araçlarına yönelmesi, geleneksel olarak güvenli liman olarak kabul edilen altına ve altın fonlarına olan ilgiyi de oldukça artırmıştır.



2009 yılına kadar 100 Milyon TL seviyesini aşmamış olan toplam altın fonlarının büyüklüğü bu yılın ortasından itibaren hızlı bir yükselişe geçmiştir.

HSBC Türkiye olarak, gelen müşteri talepleri doğrultusunda 2009 yılı Haziran ayında HSBC Bank B Tipi Altın Fonu'nu yatırımcılarımıza sunduk. Yıl içerisinde altın fiyatlarındaki olumlu seyrin etkisiyle müşterilerimizden büyük ilgi gören fonun büyüklüğü kısa sürede 50 milyon TL'yi aşmıştır. Önümüzdeki dönemde, özellikle enflasyona ilişkin kaygıların artması veya Amerikan Dolarının değer kaybına uğrayacağına dair beklentiler bu tür fonlara olan ilginin devam etmesini sağlayacaktır.



“ 2009 yılına kadar 100 Milyon TL seviyesini aşmamış olan toplam altın fonlarının büyüklüğü bu yılın ortasından itibaren hızlı bir yükselişe geçmiştir. ”



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

Morningstar Son 10 Yılın Fon Yöneticilerini Seçti

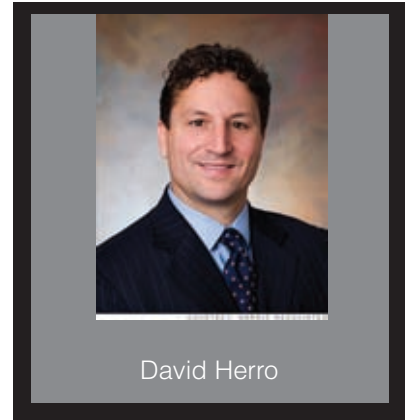
ABD’li yatırımcılar için 1980’ler ve 1990’lar güzel anılarla dolu olağanüstü yıllardı. 2000’li yıllar ise herkes için hoş anılar bırakmayan bir dönem oldu. Hisse senedi getirilerinin oldukça mütevazı kaldığı bu dönemde, bonolar hisse senetlerini geçmelerine karşın pek de öyle unutulmayan getiriler sağlayamadılar. Ancak tüm bunlara karşı hem kendi kategorilerinde hep üstte kalmayı başaran, hem de yatırımcılarına istikrarlı bir şekilde reel getiri sağlayan fon yöneticileri oldu. Geçtiğimiz günlerde Mor-

ningstar analistleri, ince eleyip sık dokuyarak yaptıkları titiz çalışmalar sonucu üç ayrı kategoride son “10 Yılın Fon Yöneticilerini” seçtiler. Kurumun analistleri yaptıkları açıklamada, söz konusu değerlendirmeleri yaparken yalnızca getirilere bakmadıklarını, yöneticinin sergilediği strateji, istikrar ve öncülüğü de dikkate aldıklarını ifade ediyorlar. Aynı zamanda yönetilen fonların büyüklüğüne de bakılırken, küçük bir grup için olağanüstü getiri sağlayanlara nazaran, elde ettikleri yüksek performansını geniş kitlelere yayabilen yöneticilerin tercih edildiği belirtiliyor.

Uluslararası Hisse Senetleri

Oakmark uluslararası hisse fonlarının yöneticisi David Herro da, farklı disiplinlerden yararlanan, değer yatırıma ağırlık veren karşıt yatırım tarzını benimseyen bir fon yöneticisi. Onun yönettiği fonlar da son 10 yılda göz kamaştırıcı performanslar sergiledi. Oakmark International % 8.2 ile kategori ortalaması olan % 3.2 getirinin oldukça üzerinde kalırken, Oakmark International Small Cap de % 10.1 getiri ile rakiplerinin ortalama % 6.1’lik performansını geride bıraktı. Herro, ateşli bir değer yatırımcısı olarak genel olarak ucuz bulunduğu 50-60 hisse senedine odaklanırken, pozisyonlarını gelecek gördüğü sektörler göre de süratle dönüştürebiliyor. Seçtiği hisse senetleri genellikle “benchmark”larından da, rakiplerinden de çok

farklı alanlarda olabiliyor. Örneğin şu aralar basın ve hizmetler sektöründe aşırı odaklanırken, İsviçre’ye yönelik yatırımlarının boyutu da rakiplerinin dört kat üzerinde. 2008 yılında herkes tüketim mallarına yönelirken, o lüks mallar şirketlerini alarak “karşıt” bir yaklaşım sergiledi. Çoğu rakiplerinden önce ve daha yüksek oranlarda gelişmekte olan ülkelerin hisselerine girerek yüksek getiriler elde etti. Bazen de değer yaklaşımını aşırı bir disiplin içinde uygulamanın zararlarını gördüğü dönemler de oldu. Örneğin Herro’nun her iki fonu da, o zamanlar çok revaçta olan enerji ve emtia bağlantılı hisselerden uzak durduğu için 2007 yılını rakiplerine göre diplerde bitirdi. Ancak aynı strateji, her şeyin tersine döndüğü 2008 yılında daha az yara



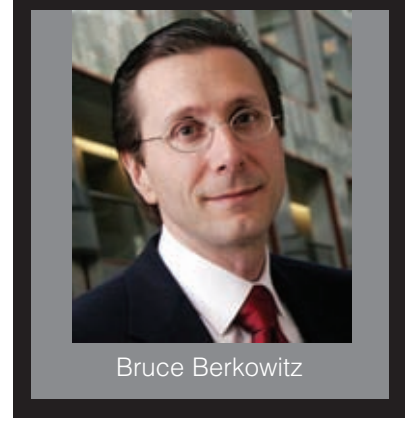
David Herro

almasını ve 2009 yılında da daha hızlı toparlanarak yine üst sıralarda yer almasını sağladı. 2009 yılında Oakmark International % 56, Oakmark International Small cap de % 68 getiri ile kendi kategorilerinde en üst sıraları paylaştılar.

Hisse Senetleri

Bruce Berkowitz, 1999 yılında Fairholme adlı fonunu kurduğunda pek az kişi onu tanıyordu. Ancak, 10 yılın sonuna gelindiğinde ABD piyasasına yatırım yapan hisse senedi fonlarının ortalama yıllık % 0.01 getirisine karşın % 13.2 getiri sağlayan fonu, Berkowitz'i listenin en başına oturttu. Bütün fon sektörü, teknoloji ve telekom hisselerine odaklanan "büyüme amaçlı" fonlar kurarken, 1999'da "değer yatırımı" fonu kurduğunda ona tuhaf gözle bakmışlardı. Aldığı hisse senetleri de Berkshire Hathaway ve bazı sigorta şirketleri gibi klasik ve "eski"

ekonomiye ait şirketlerdi. Şimdi de aynı disipline uygun güçlü nakit akımı olan, piyasa görüşlerine karşıt şirketleri seçiyor. Berkowitz, enerji hisselerindeki trendi de çok iyi yakaladı. 2007 yılında bir ara fon portföyünün % 35'i bu sektörde idi. Daha sonra, 2008 borsa çöküşünden önce başarılı bir şekilde bu hisselerden çıkarak, o zaman da tartışmalı olan sağlık ve savunma sektörü hisselerine yöneldi. Bu hareketi oldukça başarılı sonuçlar verirken onun, hem 2009'un hem de son 10 yılın en iyi hisse fonu yöneticisi ödülünü almasına neden oldu.

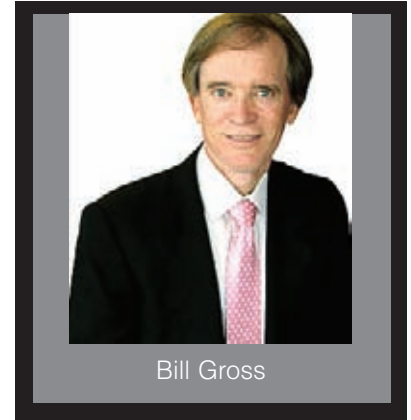


Bruce Berkowitz

Sabit Getirili Fonlar

Tahvil ve Bono Fonları kategorisinde, sektör ortalaması % 5.5 olmasına karşın son 10 yıl ortalama % 7.7 getiri sağlayan PIMCO Total Return Fonunu yöneten Bill Gross, en iyi fon yöneticisi seçildi. Bill Gross'un yatırımcılarına en çok para kazandıran fon yöneticisi olduğu belirtiliyor. Gross'un yatırımcıları, 10 yılda 47 milyar dolar para kazandılar. Pimco Total Return Fonu, dönemin başlangıcı olan 2000 yılında da 32 milyar dolarlık büyüklük ile rakiplerine göre dezavantajlı sayılabilecek bir boyutta idi. 2010 yılına gelindiğinde fon 200 milyar dolara ulaşırken, Gross hem büyüklüğü hem de performansı başarılı bir şekilde yöneterek yatırımcı-

larına ortalamanın oldukça üzerinde para kazandırdı. Son yıllarda yatırımcılara oldukça büyük hüsranslar yaşatmasına karşın, ipoteğe dayalı bonolar fonun en büyük kar kaynaklarından biri oldu; Gross gelişmekte olan ülke bonolarına da doğru zamanda yöneldi. Gross'un 2006'da dolara karşı kısa pozisyonlara yönelmesi de başarısını perçinleyen bir başka stratejiydi. Gross, tartışmasız son 10 yılın en iyi bono fonları yöneticisi. Zaten yatırımcılar da 2009 yılında yönettiği fonlara 50 milyar dolar yönelterek bunu destekliyorlar. Ancak bu başarıda Gross kadar, Mohammed El Erian, Paul McCulley, Michael Gomez ve diğerleri gibi



Bill Gross

hepsi kendi alanında çok başarılı stratejist ve fon yöneticilerinden olan bir yıldız takımının da rolünü unutmamak gerekiyor.

Gross'un "Pimco Total Return" Fonu, Tarihin En Büyüğü!

Bill Gross'un yönettiği Pimco Total Return Fonu, 17 Aralık tarihinde 202.5 milyar dolar büyüklüğe ulaşarak, yatırım fonları tarihinin en büyük fonu oldu! Pacific Investment Management Co.nun yöneticisi Bill Gross, konuyla ilgili yaptığı bir açıklamada "hedefimiz her zaman en büyük olmak yerine en iyi olmaktır" şeklinde görüşlerini ifade etti. Sektörle ilgili verileri derleyen Chicago merkezli Morningstar'a göre daha önceki rekor 2007 yılında 202.3

milyar dolar büyüklüğe ulaşan Growth Fund of America'ya aitti. Los Angeles merkezli Capital Group tarafından yönetilen söz konusu hisse fonun şimdiki büyüklüğü, 153 milyar dolar dolayında. Pimco Total Return fonu, 1987 yılında kurulan ve çıkışından itibaren Bill Gross tarafından yönetilen bir "tahvil ve bono fonu". Total Return, 2009 yılında Kasım ayına kadar 47 milyar dolarlık yatırımcı girişi kaydetti. Bu rakam da kendi alanında fonlar arasın-

da bir rekor. Bloomberg'in verilerine göre, Total Return son beş yılda ortalama yüzde 6.9 getiri sağlarken rakiplerinin yüzde 99'unu geride bıraktı. Söz konusu fon, Standard & Poor's 500 Endeksi'nin yüzde 38 düşüşle Büyük Buhran'dan bu yana en kötü yılını yaşadığı 2008 yılında yüzde 4.8 getiri elde etti. Gross, Pimco'nun yönetimini eş-CIO olarak Mohammed El-Erian ile birlikte yürütüyor.

Farklı bir hedge fon modeli

Northlight Capital isimli yeni bir hedge fon, 2009 Kasım ayındaki halka arzında geleneksel fon çalışma modelinden farklılaşması ve müşterilerinden gelen \$100 milyon'lık taahhüt ile dikkatleri çekti. Financial Times'ın bir haberine göre, Ortodoks modelinden farklılaşan fonun, çoğu hedge fon yöneticisi için en karlı gelir kaynağı olan, performans ücretlerinin yarısı müşteri parasıyla birlikte tekrar fona yatırılacak. Müşteriler sermayelerini kendileri çekene kadar da bloke edilecek. Fon ayrıca, yönetilen varlıkların yüzde 2'si ve portföy getirilerinin yüzde 20'sini baz alan '2 ve 20' düzeyin-

deki sektör ücretlerinin altında, '1.5 ve 15' baz üzerinden ücret alacak. Finansal piyasalarda çalkantı başladığından beri, Calpers gibi büyük kurumsal yatırımcılar hedge fonların ücretlerini düşürmelerini ve kendilerini müşterilerin menfaatleri doğrultusunda daha iyi uyarlamalarını talep ederken, mevcut fonların çok azı ücretlerini düşürme yönünde bir sinyal verdi. Avrupa kredi ve sabit getirili menkul piyasalarına yatırım yapan Northlight'ın bağımsız bir Cayman Adaları yönetim kurulu bulunuyor. Hedge fonun risk yönetiminden sorumlu yöneticiliğine Simon Christofides'i

de bu bağımsız yönetim kurulu atadı. Christofides, Goldmans Sachs'ın kıdemli türev uzmanıydı.

Fon, yatırımcılarına fon portföyünün alış, ortalama ve teklif fiyatlarını da aylık olarak hesaplayarak bildiriyor. '3WayNav' olarak da bilinen bu veriler, yatırımcılara likidite söz konusu olduğunda fonun varlıklarının değerini değerlendirebilmelerini sağlıyor. Geçtiğimiz aylarda bazı hedge fon portföyleri likidite problemleri yaşamıştı. Bu durum hedge fon yöneticilerini müşteriler talep ettiğinde ödemelerine 'izin vermeme' veya dondurmaya yöneltmişti.

Alternatif Yatırım Fonları çoğalıyor! Hedge Fon yöneticileri gözlerini küçük yatırımcılara dikti

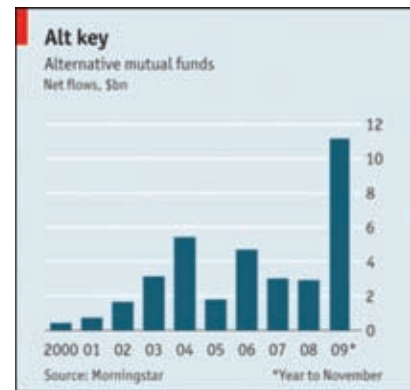
Yatırım Fonları son yıllarda, hisse senetlerinde kısa-uzun pozisyonlar olarak hedge fon stratejilerini benimseyen ürünler geliştirmekteydiler. Şimdi ise, artan sayıda Hedge Fon şirketi buna karşılık, klasik yatırım fonları müşterilerine hitap edecek ürünler piyasaya sürmeye başladı.

Geçen yıl Connecticut merkezli, sektörün önde gelen hedge fonlarından AQR, ilk menkul kıymetler yatırım fonunu piyasaya arzetmişti, bunu, sonuncusu Ocak'ta satılan altı adet yatırım fonu izledi. Geçen yıl Nisan ayında, hedge fonlar sepeti yöneten Permal Group ilk taktik-varlık dağılımı esasına dayanan yatırım fonunu halka arz etmişti. Haziran ayında Bull Path Capital Management uzun-kısa hisse hedge fonunu yatırım fonuna dönüştürmüştü !

Hedge Fonların klasik yatırım fonlarına yönelmesi, sektöre talebin zirve-

de olduğu 2005 yılında başlamıştı. Böylelikle, hem piyasa dalgalanmalarından kendilerini alternatif stratejilerle korumak isteyen yatırımcılara çözüm üretmiş oluyorlar, hem de aynı zamanda hedge fonların en can sıkıcı özelliklerini ortadan kaldırmış oluyorlardı. Yatırım fonlarında zorunlu yatırım dönemi (lock up period) olmadığı gibi, kardan yüzde 20 başarı primi ödenmiyor, daha şeffaf, daha likit ve tabii olduğu düzenlemeler nedeniyle daha az riskli bir "yatırım aracı türü" ortaya çıkıyor. Söz konusu ürünlerin ABD'de 2009 yılında popülaritesinin ciddi şekilde arttığı ve satışların 2008 yılını dörde katlayarak 11.2 milyar dolara ulaştığı kaydediliyor.

Ayrıca hedge fonlar gibi minimum yatırım kısıtlaması olmayan bu fonların perakende pazarda ve küçük yatırımcılar arasında hızla gelişmesi bekleniyor. Örneğin AQR'in herhangi



Alternatif Yatırım Fonları Net satışlar, milyar \$

bir hedge fonuna asgari 5 milyon dolar ile yatırımcı olunurken, aynı şirketin yatırım fonlarında bu miktar 5,000 dolara iniyor.

HedgeFund Intelligence'in yaptığı son ankete göre, Avrupa'daki hedge fon yöneticilerinin yarısı, UCITS düzenlemelerine uygun fon kurmuş durumdadır ya da kurmayı planlıyorlar.

Hindistan'da Yatırım Fonları Borsa'da işlem görüyor

Hindistan'da Yatırım Fonları sektöründe 2009 yılında uygulamaya konulan bir dizi reformun son halkası olarak, Kasım ayı sonundan itibaren yatırım fonları Borsada işlem görmeye başladı. Böylece ülkenin 1500 merkezinde 200,000 terminalden binlerce aracı kurum çalışanı yatırım fonları işlemi yapabilecek.

Ülkenin teknolojik açıdan en gelişmiş borsası olan Hindistan Ulusal Borsası, yasal düzenlemecilerden yatırım fonları işlemleri için ilk izin alan borsa oldu. Hindistan'ın sermaye piyasası kurulu (SEBİ), yatırım fonları sektörünü canlandırmak ve geniş kırsal alanda yaygınlaştırmak için 2009 yılı boyunca bir dizi düzenleme gerçekleştirdi.

Kurul, geçen yıl Ağustos ayında sektörde uygulanmakta olan ve yüzde 2.25-2.5 arasında alınan satış komisyonlarını yasakladı. Daha

sonra da Kasım ayında, yatırım fonlarının aracı kurumlar vasıtasıyla Ulusal Borsada alınıp satılmasına izin veren uygulamayı yürürlüğe soktu. Satış komisyonlarının yasaklanması ile yara alan sektör, şimdi yeni uygulamadan memnun görünüyor. İş hacimlerinin artacağını düşünen aracı kurumlar da düzenlemeyi olumlu karşıladı.

Satış komisyonlarının yasaklanmasının ardından, Ağustos-Ekim döneminde hisse fonlara yönelen para akışının yüzde 50 (892 mn dolar) gerilediği belirtiliyor. Bombay Borsasının gösterge endeksi olan Sensex'in yüzde 70 yükseldiği bir dönemde bu gerilemenin ortaya çıkması ciddi bir olumsuzluk anlamına geliyordu.

Hindistan'da Yatırım Fonları Danışma Konseyi'nin öncülüğünde yatırım fonlarını daha ucuz ve güvenli hale getirmek amacıyla bir dizi reform



yapılmıştı. Bunlar arasında, fonların yönetim ücretlerinin düşürülmesi ve fon büyüdükçe yönetim ücretinin aşağı çekilmesi, fondaki tek yatırımcının azami payının yüzde 25'den 10-15'e çekilmesi, asgari fon yatırımcı sayısının 20'den 50'ye yükseltilmesi gibi uygulamalar bulunuyor.

Önde gelen hedge fonlardan Marshall Wace BYF kuruyor

Lehman Brothers'ın batmasının ardından bir çok benzeri gibi büyük müşteri çıkışlarına maruz kalan Avrupa'nın en büyük hedge fonlarından biri olan Marshall Wace, varlıklarını tekrar yapılandırabilmek için, amiral gemisi fonu Tops (trade optimised portfolio system) fon stratejisini takip etmek üzere borsaya kote bir Borsa Yatırım Fonu kuruyor.

Fon kurma kararı talebin zirvede olduğu dönemlerde önde gelen hedge fonlar arasında yaygın olan kısıtlı, kişiye özel stratejilerinin versiyonlarını borsaya kote etme trendinin tekrar canlandığını gösteriyor. Yaklaşık 500 milyon dolar getirmesi beklenen ve türünün bu tip yapılan-

dırılan ilk örneği olan Marshall Wace BYF, kapalı-uçlu bir kotasyonun tersine yatırımcı talebine göre büyüyecek.

Financial Times'da yer alan habere göre, Marshall Wace Tops Global Alpha olarak adlandırılan fon, hem Londra hem de Frankfurt borsalarında kote edilecek ve mevcut altı Marshall Wace Tops fonunun varlıklarını yansıtabilecek şekilde tasarlanan bir endeksi takip edecek. Tops fonları, sadece kurumlar ve varlıklı bireylere satılan kişiye özel hedge fon stratejilerinden oluşuyor.

Marshall Wace'in yönettiği varlıklar 2008 yılı başlarında 15.8 milyar dolar ile zirvede iken mevcut durum-

da 5.1 milyar dolara kadar inmiş bulunuyor. Marshall Wace yeni yapının yatırımcılara, çok düşük bir volatilité ile, yıllık yüzde 8-10 getiri sağlayacağını tahmin ediyor.

Tops stratejisi 2001 yılında o zamanlar 21 yaşında olan Anthony Clake ve Ian Wace tarafından oluşturuldu. Sistem günlük olarak yüzlerce brokerdan al ve sat tavsiyelerinin alınmasıyla çalışıyor. Tavsiyeler daha sonra iyi fikirleri kötülerinden ayırmak üzere bir bilgisayar algoritması tarafından tasnif ediliyor. İşlemler – ve onlarla birlikte sağlıklı komisyonlar – en iyi ipuçlarını veren brokerlar tarafından yönlendiriliyor.



BAŞARI TESADÜF OLAMAZ BILL GATES ÖRNEĞİ

Ailelerinin kurdukları işleri yönetmek ayrıcalığına sahip kişiler bazen bu başarı payesini kolayca üstlenebiliyorlar, başarılı işadamları olarak karşımıza çıkıyorlar. Bu kişilerden bazıları gerçekten azimli bir çalışma, disiplin ve vizyoner bir yaklaşım göstererek başarıyı ciddi bir şekilde sağlıyorlar.

Erken yaşlarda çokça hayal kurarak başarıların ortak bir hikayesi olacağı konusunda bir inancım yoktu. Ve bir sihirli değnek ile başarının bazı kişileri seçerek o koltuğa oturtacağını beklerdim. Ailelerinin kurdukları işleri yönetmek ayrıcalığına sahip kişiler bazen bu başarı payesini kolayca üstlenebiliyorlar, başarılı işa-

damları olarak karşımıza çıkıyorlar. Bu kişilerden bazıları gerçekten azimli bir çalışma, disiplin ve vizyoner bir yaklaşım göstererek başarıyı ciddi bir şekilde sağlıyorlar. Sanat konusunda veya tıp, avukatlık konusunda da ikinci veya üçüncü jenerasyon aile fertleri bir avantaj yakalıyor ve eğitim ile beraber geçmişteki tecrübeleri kullanabiliyorlar. Ender durumlarda çok çalışkan

ama eğitimsiz kişiler de çok büyük başarılar kazanıp büyük işletmeler kurabiliyorlar. Geçmişte bu şekildeki örneklere rastlanıyordu ise de günümüzde bu çok daha zor hale geldi. Son okuduğum "Outliers" kitabında bazı başarı örnekleri ve bu başarıların tesadüfi olmadığı anlatılıyor. İncelenen başarı örneklerinde hiç bir müzik enstrümanı çalanın başarıyı tesadüfi ola-

rak yakalamadığı, dünyaca başarılı her virtüözün başarısının ardında senelerce disiplinli bir çalışma olduğu örneği var. Bu saptama sporcular için de aynen geçerli. Hiç bir örnek yok ki dünya çapında başarıyı yakalamış ama diğer konunun en başarılı örneklerine göre az çalışma göstermiş olsun. Bir konuda başarılı olan bir kişinin en az 10,000 saat o konuda çalışma yapmış olması da bir ortak özellik olarak meydana çıkıyor.

Okullarda başarılı olan örnekler incelendiğinde, derslerinde başarılı olan kişilerin daha fazla orta ve üst gelir sınıfından olduğu tespit edildiği söyleniyor. Bir saptama da alt gelir grubundan olan çocukların sorgulama ve cesaret konusunda diğer çocuklara göre geride kalmış olmalarıdır.

Bu kitapta da anlatılan dünyanın en zengin ve başarılı adamlarından biri olan Bill Gates'in hikayesine göz attığımızda, öncelikli olarak Bill Gates'in evinin garajında arkadaşları ile birlikte bugün Microsoft olan şirketini kurduğu efsanesinin doğru olduğunu söylemek mümkün olsa da, diğer taraftan da Bill Gates'in başarısının ardında bazı faktörlerin bulunduğunu da ilave etmemiz gerektiğini düşünüyorum.

1. Doğum Yeri: En önemli faktör Bill Gates'in doğduğu yer olan Seattle'da bilgisayar konusunda ilk çalışmaların yapıldığı yer olduğu tespitini yapmamız gerekiyor. Yani Bill Gates belki Nijerya'da doğsa yine çalışkanlığı ile bir konuda çok başarılı olabilecekti ama bilgisayar konusunda Nijerya'da o tarihlerde bir çalışma yapılmadığı için o konuda kendisini geliştirme imkanı olmayacaktı.

2. Doğum Tarihi: Bill Gates'in doğduğu yıl, bilgisayar teknolojilerinin gelişim çağı dönemi olması sebebi ile 1955 yılı civarında doğan azımsanmayacak başka kişilerin bilgisayar yazılım konusunda milyar USD değerinde şirketlerin kurucusu olduğunu görüyoruz.

3. Aile: Bill Gates'in babası iyi eğitimli bir avukat ve annesi de başarılı bir bankacının kızı idi. Yetiştiriliş şekli ba-



Dr. Belma Öztürkcal

şarısında önemli bir yer tuttu. Ailesi onu özel okula yollayarak bilgisayar laboratuvarında çalışma imkanını sundu.

4. Çevre Avantajı: Bill Gates özel bir okulda okuyordu ve sekizinci sınıfta iken 1968 yılında annesi okul aile birliğinde topladıkları yardım ile oğluna ve arkadaşlarına okulda bir bilgisayar laboratuvarı kurdu. Bu laboratuvar Bill Gates için ortaokul döneminde bilgisayarda program yapma imkanını sağladı. O dönemde Amerika'da bile pek çok üniversitede bu imkana sahip olmak mümkün değildi.

5. Fırsat: Laboratuvarın kaynakları yeterli olmadığı zaman Washington Üniversitesi'nin programcılarının kurduğu bir şirket bedava programlama zamanı karşılığında şirketin bazı programlarını test etme konusunda öğrencilere fırsat verdi. Şirket iflas edince, Bill Gates ve arkadaşları bir takım ek işler yaparak günün sekiz saatini Washington Üniversitesi'nin bilgisayar merkezinde geçirmeye başladılar.

6. Azim ve Çalışma: Bill Gates, bilgisayar kulübü kurulduktan sonra bilgisayar laboratuvarında gece gündüz çalışarak kendi yazılımlarını geliştirmek için uygun imkanı yakaladı. Daha sonraki tarihlerde Washington Üniversitesi'nde gece sabaha karşı 3:00 ve 6:00 arasında bedava olan bilgisayarı

kullanıp program yazabilmek için yürüyerek veya otobüsle üniversiteye gidiyordu. Hatta seneler sonra annesi bir konuşmasında o dönemde sabahları Bill Gates'in neden o kadar zor kalktığını merak ettiklerini belirtmişti. Şirketini çok genç yaşta kurduğunda, yedi yıl boyunca hiç durmadan program yapma tecrübesini kazanmıştı.

7. Piyasadaki Boşluk: Bu dönemde bir şirketin program yazdırma ihtiyacı olduğunda Bill Gates akıllarına geldi ve lise son sınıfta okurken bu projeyi aldı.

8. Yetenek: Yeteneği olmasa bu olumlu etkenlerin bileşimini meydana getiremeyecekti.

9. Şans: Bill Gates'in etrafında kendi başarısını oluşturan olaylar zincirinin gelişmesi Microsoft'un kurulmasını sağladı.

Bu örnek, dünyanın en zengin insanını anlatan bir örnek olsa da tüm dünya çapında başarılı insanların hikayesini bu şekilde listeleyebiliriz. Bu faktörleri bir araya getirmenin önemini de inkar etmemiz mümkün değildir. Bu sebeple gelecekte başarılı olacak nesilleri yetiştirirken bu faktörlerden en fazlasını bir araya getirebiliyor olmak ve bu imkanı yeni nesillere sunmak, gelecek nesillerin başarısını maksimize etmek için çok önem taşıyor.

“ Hiç bir örnek yok ki dünya çapında başarıyı yakalamış ama diğer konunun en başarılı örneklerine göre az çalışma göstermiş olsun. Bir konuda başarılı olan bir kişinin en az 10,000 saat o konuda çalışma yapmış olması da bir ortak özellik olarak meydana çıkıyor. ”



Dr. Mahfi EĞİLMEZ

Makroekonomi (Türkiye'den Örneklerle)

Makroekonomi, ekonomi biliminin ekonomik sistemin bütününe oluşturan parçaların nasıl çalıştığını ve sistemin bütününe ve öteki parçalarına nasıl etki yaptığını göstermeye ve buna dayanarak geleceğe ilişkin tahminler yapmaya yönelik dalıdır. Ekonomiye makro ve mikro olarak ikiye ayırarak ele almak adet olmuştur. Mikroekonomi bireylerin ve şirketlerin ekonomik davranışlarını, kararlarını ve sonuçlarını incelerken, makroekonomi ekonominin bütününe ve onu oluşturan GSYH, fiyat düzeyi, büyüme, kamu maliyesi gibi parçaların durumunu ele alıp inceler. Mikroekonomi bireyin tüketim harcamasıyla ilgilenirken, makroekonomi toplumun tüketim harcamaları üzerinde yoğunlaşır.

Dr. Mahfi Eğilmez bu kitabında, makroekonomi kitaplarında dağınık olarak bulunan ve bir türlü bütüne ulaşamayan analizlerin bir kaç basit temel denklem çerçevesinde toparlanarak, sistemin bütününe gösterilmesini temel hedef olarak seçmiş bulunuyor. Eğilmez, kitabın önsözünde vurguladığı gibi, kitabı oluştururken otomobil tamircilerinin eğitiminde kullanılan bir yöntemi esas almış. Otomobil tamircilerinin eğitiminde, otomobilin motorunu indirip bütün parçaları tek tek ele alıp tanıttıktan sonra motoru tekrar toplamak ve yeniden eski haline getirerek çalıştırmak temel hedef olarak alınıyor. Böylece parçaların neye yaradığı ve nasıl çalıştığı anlatıldıktan sonra, sistemin bütününe çalışması öğretiliyor. Kitabın temel yöntemi de otomobil tamircileri için uygulanan eğitim yöntemiyle aynı paralelde kurulmuş bulunuyor. Makroekonomi okuyanlar genellikle tek tek parçaların nasıl ça-

“ Dr. Mahfi Eğilmez bu kitabında, makroekonomi kitaplarında dağınık olarak bulunan ve bir türlü bütüne ulaşamayan analizlerin bir kaç basit temel denklem çerçevesinde toparlanarak, sistemin bütününe gösterilmesini temel hedef olarak seçmiş bulunuyor. ”

alıştığını bildikleri halde o parçaların bütün sistemin içinde nasıl çalıştığını ve hangi işlevi yürüttüğünü göremekten şikâyet ederler. Bunun nedeni, yine otomobil örneğinden hareketle açıklarsak, makroekonomi kitaplarında parçaların bütünden sökülüp her birinin ne işe yaradığının anlatılmasına karşın tekrar yerine takılıp sistemin topluca nasıl çalıştığının gösterilmemesinden kaynaklanıyor. Kitap bu sorunu çözmeyi amaçlıyor.

Kitabın ikinci bir amacının da, makroekonomi kitaplarında yer alan çoğu Amerikan olmak üzere yabancı ekonomilerden alınmış sayıların uygulama örneklerinin yerine Türk sayılarını ve Türk örneklerini koymak olduğu vurgulanıyor. Bu da kitaba önemli bir üstünlük sağlıyor ve Türk okuyucusunun bildiği sayılara ve uygulamalara dayalı olarak konuyu değerlendirmesine imkân tanıyor.

Eğilmez'in kitabının bir başka özelliği de, son bölümünde güncel konuları uygulamadan yola çıkarak teorik bazda ele alıp değerlendirmesi. Örneğin dünya ekonomisinin genel görünümü, ülke ekonomilerinin birbirlerine göre sıralamada nerede oldukları, içinde yaşadığımız krizin kökenleri, kredi derecelendirmenin dayanakları ve biçimi, decoupling hipotezi gibi günümüzde çok tartışılan konular hakkında kısa ve öz değerlendirilmelere yer veriliyor. Kitap beş bölümden oluşuyor. İlk bölümde makroekonominin alt yapısını oluşturan konular üzerinde duruluyor. İkinci bölümde makroekonomik denge ele alınıyor. Üçüncü bölüm ekonomik büyüme, beklentiler ve gelir dağılımına ayrılmış bulunuyor. Dördüncü bölüm ekonomi politikasını açıklıyor. Beşinci bölüm günümüzün makroekonomik tartışma konularını ele alıp yorumlamayı deniyor. Böylece kitap teori ve politikayı anlatıp tartışmanın yanı sıra, uygulamayı Türkiye ağırlıklı olarak ele almak suretiyle analizden senteze giden bir sunum gerçekleştiriyor. Bazı alt bölümlerin sonunda ekonomi okullarının yaklaşımlarını özet olarak veren ekler yer alıyor. Bu ekleri okuyarak ekonomik düşünce tarihinin gelişimini ve çeşitli ekonomi okullarının ekonomiye yaklaşımlarını özet olarak izlemek mümkün. Kitabın sonunda izlemeyi kolaylaştıracak olan bir de ekonomik terimler sözlüğü bulunuyor. Kitabın belki de en önemli özelliği ekonomi öğrencileri için ekonomiye giriş ders kitabı niteliğini taşımasının yanı sıra, ekonomiye meraklı olanlar için de bir başvuru kitabı görevi görmesi. Her gün açıklanan çeşitli verilerin neyi ifade ettiğini merak edenler dönüp bu kitabın ilgili sayfalarına bakarak bilgilerini tazeleyebilirler. Remzi Kitabevi'nden çıkan kitap 319 sayfa.



Fatih ÖZATAY

Finansal Krizler ve Türkiye

Aralık ayı içinde Doğan Kitap'tan çıkan 'Finansal Krizler ve Türkiye' kitabında iki tür krize odaklanılıyor: Para krizleri ve bankacılık krizleri. Kimi zaman para ve bankacılık krizleri birlikte patlak veriyorlar. İkiz kriz diyenler de var bu birlikteliğe. Bu ayırım kimi zaman belirsizleşiyor. Bu nedenle, çoğu zaman, ikisi birlikte finansal krizler olarak adlandırılıyorlar. Nasıl adlandırılırsa adlandırılınsınlar, birlikte gerçekleştiklerinde çok daha 'öldürücü' oldukları kesin. Son yirmi yılda Türkiye, ikisi kendi 'eseri' olan dört kriz yaşadı. Her birinde ekonomi keskin biçimde daraldı ve binlerce kişi işini yitirdi. Bunların sonucusu olan küresel finansal krizin etkileri ise hala sürüyor. Gelişme çabalarında her defasında ülkemize çok değerli zamana mal olan, hepimizi şu ya da bu biçimde etkileyen, ama özellikle de işlerini yitirenleri derinden sarsan krizlerin temel nedenleri neler? İktisatçılar ne tür açıklamalar getiriyorlar? Pratikte olan biten ne? Krizlerin ortaya çıkma olasılığını azaltmak için neler yapılabilir? Kriz çıktıktan sonra uygulanabilecek politikalar neler? Kitapta bu sorulara yanıtlar aranıyor.

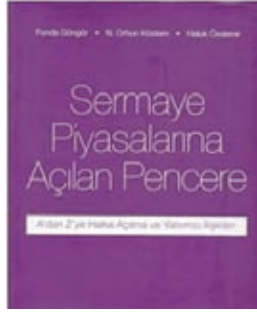
Ekonomi eğitimi almamış bile olsa ekonomik konularla ilgili olanlar, iktisat öğrencileri ve profesyonel iktisatçılar hedeflenerek yazılan kitabın ilk konusu, kriz sırasında ve hemen sonrasında olan biten ile ilgili. Özel-

“ Gelişme çabalarında her defasında ülkemize çok değerli zamana mal olan, hepimizi şu ya da bu biçimde etkileyen, ama özellikle de işlerini yitirenleri derinden sarsan krizlerin temel nedenleri neler? İktisatçılar ne tür açıklamalar getiriyorlar? Pratikte olan biten ne? Krizlerin ortaya çıkma olasılığını azaltmak için neler yapılabilir? Kriz çıktıktan sonra uygulanabilecek politikalar neler? Kitapta bu sorulara yanıtlar aranıyor. ”

likle krizler nedeniyle oluşan milli gelir kaybına ve işsizlik artışına dikkat çekiliyor. Bunların ne uzunlukta bir zaman diliminde gerçekleştikleri

tartılıyor. İkinci konuda para ve bankacılık krizlerini açıklamaya çalışan iktisat kuramları ele alınıyor. Birinci, ikinci ve üçüncü kuşak kriz modelleri inceleniyor. Ayrıca, kendi kendini besleyen bekleyişler, hava kabarcıkları, ekonomik temeller, çoklu denge gibi kavramlara dikkat çekiliyor. Üçüncü konu, kendi çıkardığımız iki krizi inceliyor: 1994 ve 2001 krizleri. Finansal krizlere ilişkin olarak kuramda belirtilenler ile bu krizler sırasında yaşananlar karşılaştırılıyor.

Dördüncü konuda küresel krizin nedenleri ele alınıyor. Önce krizin kronolojisi ile işe başlanılıyor. Sonra, ABD'de konut fiyatlarının gelişiminin, hava kabarcıklarının oluşum sürecinin, ipotekli konut piyasasının, konut fiyatlarındaki düşüşün finansal sistemi nasıl sarstığının ve alınan önlemlerin tartışıldığı bölümler geliyor. Beşinci bölümde tekrar Türkiye'ye dönülüyor. Başkalarından 'ithal' ettiğimiz iki kriz inceleniyor. Bu krizlerin ilki Rusya krizinin Türkiye'ye etkileri üzerine. Sonrasında küresel krizden nasıl etkilendik, ne yaptık, ne yapmalıydık, bundan sonra nasıl etkileneceğiz sorularının yanıtları aranıyor. Altıncı bölümde kısa bir 'sonuç' var. Önümüzdeki dönemde bizleri neler beklediğine dair önemli birkaç noktaya değiniliyor. İleriye önce küresel düzlemde bakılıyor, sonra da Türkiye'ye dönülüyor.



N. Orhun KÖSTEM, Funda GÜNGÖR, Haluk ÖZDEMİR Sermaye Piyasalarına Açılan Pencere: A'dan Z'ye Halka Açılma ve Yatırımcı İlişkileri

“Sermaye Piyasalarına Açılan Pencere: A'dan Z'ye Halka Açılma ve Yatırımcı İlişkileri”, gerek hisse senetleri piyasalarından kaynak sağlamayı amaçlayan ve bu doğrultuda halka açılma vizyonuna sahip şirketlerimize bir yol haritası sunmayı; gerekse halka açık olan şirketlerimize gelişmiş piyasa standartlarında yatırımcı ilişkileri uygulamalarını tanıtmayı ve karşı karşıya oldukları yükümlülükleri anlatan bir başvuru kitabı olmayı amaçlamaktadır. Kitapta geniş bir konu başlığı yelpazesi altında, halka açılma ve halka açık şirketlerin yükümlülükleri konularındaki esaslar özet bir şekilde ancak eksiksiz olarak ele alınırken, gerekli konularda daha detaylı bilginin nereden temin edilebileceği açıklanmaktadır. Yeri geldikçe uzman görüşlerine de yer verilmekte, özellikle yapılması ve yapılmaması gereken konuların altı çizilmektedir.

Kitap dört ana bölümden oluşmaktadır. Bu dört bölümde özetle, “Halka açılmak nedir?”, “Türkiye’de bir şirket nasıl halka açılır?”, “Halka açık bir şirketin yükümlülükleri nelerdir?” ve “Halka açık bir şirketin yatırımcı ilişkilerine yönelik stratejileri neler olmalıdır?” soruları yanıtlanmaya çalışılmıştır.

Birinci bölümde, hisse senedi piyasalarına erişim üzerinde durulmakta, küresel bir perspektifle, finansman sağlamak isteyen bir kuruluşun sermaye piyasalarından nasıl

“*Halka açılma süreci ve yatırımcı ilişkileri, finans, hukuk ve mevzuat, stratejik planlama, pazarlama, müzakere ve iletişim gibi pek çok disiplini bir arada topladığından, kitapta bu konularda özellikle dikkat edilmesi gereken hususlara ve uzman tecrübeleri sonucu oluşturulan tavsiyelere yer verilmiştir.*”

fon temin edebileceği açıklanmakta; fon arz eden başlıca kurumsal yatırımcı türleri olan sigorta şirketleri, emeklilik fonları, yatırım şirketleri (yatırım fonları ve ortaklıkları) ile hedge fund olarak adlandırılan serbest yatırım fonlarının ne tip motiflerle yatırım yaptıkları ve yatırım stratejileri açısından birbirlerinden nasıl farklılaştıkları hakkında bilgi verilmektedir. İkinci bölümde, Türkiye’de halka açılmaya ilişkin yasal düzenlemeler ve teknik anlamda halka açılma süreci ele alınmakta-

dır. Ancak burada kolaycılığa kaçan bir kes yapıştır anlayışıyla mevzuata bire bir yer vermekten kaçınılarak, ilgili yasal düzenlemeler kolay anlaşılır bir dille aktarılmakta ve halka açılmaya ilişkin tecrübeye dayalı öneriler sunulmaya çalışılmaktadır. Üçüncü bölümde ise, halka açık bir şirket olarak yapılması ve yapılmaması gerekenler üzerinde durulmaktadır. Son bölüm, hedef kitlenin beklentileri kapsamında halka açık bir şirketin yatırımcı ilişkileri birimlerinin hedefleri, sorumlulukları ve stratejilerine odaklanmakta, örnekler ve en iyi uygulamalar eşliğinde yatırımcı ilişkilerinin önemi vurgulanmaktadır. Bilhassa bu bölüm, ‘başarılı bir halka arz’ ve sonrasında ‘başarılı bir borsa performansı’ için ve daha da önemlisi uzun vadeli bir bakış açısıyla ‘başarılı bir borsa şirketi’ olmak için -olmazsa olmaz- bir şart olan kurumsal yatırımcı iletişiminin en doğru ve en iyi şekilde nasıl sağlanacağını detaylarıyla açıklamaktadır. Bu çerçevede yatırımcı ilişkileri kavramının iyi anlaşılması ve bu doğrultuda ilgili yapılanmanın doğru şekilde tesis edilmesini teminen, bu bölüm ihraççılar için çok önemli bilgiler sunmaktadır.

Kitabın temel amacı özetle, sermaye piyasalarından fayda sağlamayı arzulayan şirketler için halka açılma, hissedar değeri yaratma ve değer temelli stratejik iletişim konularında yol gösterebilmek ve şirketlerimiz nezdinde yatırımcı ilişkileri



mesleğinin en iyi şekilde icra edilmesi için asgari standartların oluşturulması konusunda fayda sağlayabilmektir. Halka açılma süreci ve yatırımcı ilişkileri, finans, hukuk ve mevzuat, stratejik planlama, pazarlama, müzakere ve iletişim gibi pek çok disiplini bir arada topladığından, kitapta bu konularda özellikle dikkat edilmesi gereken hususlara ve uzman tecrübeleri sonucu oluşturulan tavsiyelere yer verilmiştir.

“ Kitap yatırımcı ilişkilerinin, nitelikli bir kurumsal yatırımcı tabanına sahip olmak isteyen halka açık şirketler nezdinde nasıl ele alınması gerektiği konusunda da önemli bir kılavuz mahiyetindedir. ”

İMKB'deki işlem hacminin ulaşılmış olduğu seviye ve yurt dışı kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarımıza olan ilgisindeki artışa karşın, ülkemizdeki halka açık şirket sayısının düşük olması göz ardı edilemeyecek bir gerçektir. Bugün piyasamızın iki temel düzenleyici kurumu olan SPK ve İMKB'nin gündemlerinde ilk sırada halka açık şirket sayısının artırılması ve halka arzların özendirilmesi yer almaktadır. Bu itibarla kitabın zamanlamasının da son derece yerinde olduğu söylenebilir. Zira halka açılma ve halka açık şirketlerin yükümlülükleri konularının bu kapsamda yer aldığı bir yayın piyasada mevcut değildir.

Diğer yandan, 'yatırımcı ilişkilerinin', sermaye piyasalarının derinlik kazanması, halka açılmaların artış göstermesi ve hissedar değeri yaratma konusundaki çabaların artmasıyla birlikte, önemli bir meslek dalı olarak yükselmeye başladığını görmekteyiz. İlk kez 1940'lı yıllarda Amerika'da başlayan yatırımcı ilişkileri uygulamaları, 1980'lerde İngiltere'de de hızla önem kazanmış, günümüzde halka açık şirketler için

“ Bugün piyasamızın iki temel düzenleyici kurumu olan SPK ve İMKB'nin gündemlerinde ilk sırada halka açık şirket sayısının artırılması ve halka arzların özendirilmesi yer almaktadır. Bu itibarla kitabın zamanlamasının da son derece yerinde olduğu söylenebilir. ”

vazgeçilmez bir fonksiyon haline gelmiştir. Yatırımcı ilişkileri birimleri, şirketlerimiz ile kurumsal yatırımcılar, mali kuruluşlar, derecelendirme kuruluşları, aracı kurumlar ve analistler arasındaki karşılıklı ilişkinin etkin şekilde yürütülmesini; şirket değerlerinin hak edilen ve hedeflenen düzeylere çıkarılmasını ve mali piyasalardan azami şekilde fayda sağlanarak hissedar değerini maksimize etmeyi amaçlayan birimlerdir. Yatırımcı ilişkileri uzmanları şirketlerin kurumsal yatırımcılar nezdindeki temsilini sağlamaktadır. Bu kapsamda şirketlerin, yatırımcı ilişkileri birimlerini doğru yapılandırarak, bu birimlerde görev alan uzmanların gerek sektörlerini, gerekse şirketlerini en iyi şekilde temsil edebilecek niteliklerle donanmalarını sağlamaları, yatırımcılardan gelen geri bildirimleri etkin bir şekilde kullanarak karşılıklı fayda sağlamaları büyük önem kazanmıştır. Bu itibarla bu kitap yatırımcı ilişkilerinin, nitelikli bir kurumsal yatırımcı tabanına sahip olmak isteyen halka açık şirketler nezdinde nasıl ele alınması gerektiği konusunda da önemli bir kılavuz mahiyetindedir.

Ekonomik felaketlerin mantığı

New Yorker dergisi yazarı John Cassidy'nin Piyasalar Nasıl Başarısız Olur: Ekonomik Felaketlerin Mantığı (How Markets Fail: The Logic of Economic Calamities) adlı kitabı 2009'un sonuna doğru piyasaya çıkan ve kapitalizmin mevcut durumuna nasıl geldiğini anlatan sıkı bir çalışma. İşten çıkarmalar, banka iflasları ve yöneticilerin aşırı hırsı gibi çarpıcı haber başlıklarının ötesinde, ekonomistler piyasaların nasıl çalıştığı teorisini geliştirmekle uğraşıyorlar. Piyasa yoluyla servetin nasıl yaratıldığı, toplum kaynaklarının nasıl dağıtıldığı hep ekonomistlerin araştırma konuları olmuştur. Peki ya, piyasalar çalışmazsa... Ya piya-

salar borsalarda balona neden olursa, eşitsizlik derinleştirirse, nehirlerin kirlenmesine, gayrimenkul piyasasının çökmesine, kredi sıkışmasına neden olursa... John Cassidy, bu kitabında ütopyacı ekonomi olarak adlandırdığı günümüzün ortamının artan etkisini anlatıyor. Yasalarla düzenlenmeyen serbest piyasaların nasıl felaket yaratan sonuçlara neden olabileceğini dile getiriyor ve davranış ekonomisi de dahil olmak üzere ekonomik teorileri inceliyor. Bunda amaç ise yeni bir ekonomi anlayışı önerebilmek... Aşırı dalgalı küresel ekonomiye ilişkin eleştirilerini sıralayan Cassidy'nin başlangıç noktası yaşadığımız finansal kriz ve mevcut ekonomik durgunluk.



How Markets Fail: The Logic of Economic Calamities

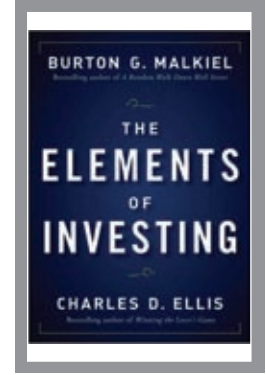
John Cassidy

Kasım 2009, 400 sayfa

Yatırımcının yol rehberi

Yatırım dünyasının iki saygın isminin kaleme aldığı; tam zamanında, okuması kolay, yaşam boyunca gerekli ilkelerle bezenmiş küçük bir klasik... Yatırımın Unsurları (The Elements of Investing) gerçekten tek bir amacı var: tüm yatırımcılara yatırımın unsurlarını öğretmek. A Random Walk Down Wall Street adlı çok satan yatırım kitabının yazarı Burton G. Malkiel ile yine bir başka çok satan Winning the Loser's Game'in yazarı Charles D. Ellis, bu kitabı yazarken, dünyadaki tüm yatırımcıların adeta ilkokulda dilbilgisinin temellerini öğrenir gibi okuyabilecekleri basitlikte bir kitap hazırlamayı planlamışlar. Bu küçük kitap size tüm piyasalarda geçerli olacak uzun vadeli başarıya gi-

decek doğru yolu bulmanız için gerekli bilgileri anlatıyor. Yatırımcının kendi yarattığı en kötü iki düşman olan; korku ve hırstan ağırlıklı olarak söz eden yazarlar aşırı işlem yapmak, kendini piyasaların hakimi sanmak gibi yanlışlıklara da dikkat çekiyorlar. Harvard profesörü William Strunk Jr., güçlü bir kompozisyon yazmak için basit kuralları kaleme aldığı ve ABD'de klasikleşen The Elements of Style adlı kitabından 40 yıl sonra, Ellis ve Malkiel, aynı formatta bir kitap yazdılar. Yatırımı "kaybedenlerin oyunu" olmak yerine "kazananların oyunu" haline getirmek için kuralları olabildiğince basit bir biçimde sıralayan yazarlar, yaşam boyu geçerli olacak önerilerde bulunuyorlar.



The Elements of Investing

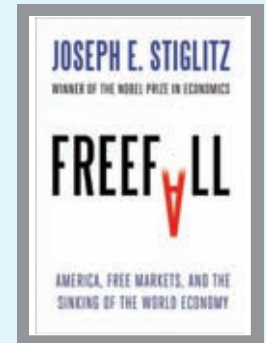
Burton G. Malkiel ve Charles D. Ellis

Wiley, Aralık 2009, 154 sayfa.

Serbest piyasa serbest düşüşte

Şurası kesin ki; mevcut küresel finans krizi "made in USA" etiketli... İşte Nobel ödüllü tanınmış ekonomist Joseph Stiglitz de son kitabında, ABD'nin dünyanın geri kalan bölümüne nasıl kötü ekonomi, kötü politikalar, kötü davranış ihraç ettiğini ve bunların nasıl felakete yol açtığını anlatıyor. Kitabın adı Serbest Düşüş: America, Serbest Piyasalar ve Batan Dünya Ekonomisi (Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy). Stiglitz, bilindiği gibi Clinton döneminde Ekonomik Danışmanlar Konseyi'nin Başkanıydı.

Ayrıca Dünya Bankası'nda baş ekonomist ve Başkan Yardımcısı olarak görev yaptı. Halen Columbia Üniversitesi'nde ders veriyor. Kitabında akademik deneyimi ile Clinton dönemi ve Dünya Bankası'nda politikaların oluşmasına katkısını da dikkate alarak bir yön çizmeye çalışan Stiglitz, bu yönün piyasalar ile hükümet arasında bir denge ile oluşması gerektiğini vurguluyor. Küresel finans sisteminde reform gerekliliğinin sık sık altını çizen Stiglitz, sistemdeki dengesizliklere ve ekonomistlerden iyi fikirlerin (az ideoloji) gerekliliğine dikkat çekiyor.



FreeFall

Joseph Stiglitz W. W. Norton & Company,

Ocak 2010, 361 sayfa.

İki kez düşünün



Think Twice: Harnessing the Power of Counterintuition Michael J. Mauboussin

Harvard Business Press,
Ekim 2009, 208 sayfa

İş dünyası, tıp, yargı, hükümet... Her alandaki liderler her gün hayati ve yeni kararlar alıyorlar. Acımasız gerçek ise; doğrusuna karar vermek mümkün olduğu halde bu tercihlerin çoğu kötü yönetime neden olan yanlış kararlar oluyor. Belki de finansal krize neden olan en önemli unsurlardan biri de finans sektöründeki karar alıcıların riskler ve sonuçları hakkında yanlış kararlar almalarıydı. Doğru ve etkili karar vermek niçin bu kadar zor sizce? Önemli kararları verirken, karmaşık gerçeklerle uğraşmamızı engelleyen basitleştirilmiş mantık rutinimizin kurbanı oluyoruz. Ancak bu hatalar önlenebilir. Michael Mauboussin'in yazdığı İki Kez Düşün: Mantıksızlığın Gücünden Yararlanmak (Think Twice: Harnessing the Power of Counterintuition) size karar almada genel mantık hatalarını nasıl tanıyacağınızı ve önleyeceğinizi gösteriyor. Yazar karar alırken en çok rastlanan 8 genel hatayı ayrıntılı biçimde anlatıyor. Karar alırken beyni-

mizin nasıl çalıştığını etkileyici bir biçimde anlatan Mauboussin'e göre yanlış karar alma sürecinde şu dört unsur etkili oluyor: Sebep-sonuç ilişkisini yanlış anlamak, makro seviyedeki davranışları tahmin etmek için mikro seviyede davranışları kullanmak, karar alırken alternatif ihtimalleri yeteri kadar değerlendirmemek, uzmanlara çok fazla bağımlı kalmak. Okuyucuyla iş ve yatırım dünyasından parlak öyküleri paylaşarak, neredeyse verilebilecek yanlış kararı önlemeye çalışan Mauboussin, bunun için güçlü ilkeler sıralıyor ve gerekçelerle karar verirken iki kez düşünmenin önemini sık sık vurguluyor. Michael J. Mauboussin, İki Kez Düşün'de şöyle yazıyor: İyi karar almak için iki kez düşünmeliyiz ve bu beynimizin sık sık yapmadığı bir şeydir. Gerçek karışıktır ancak bizim dağarcığımız sınırlıdır. Etkili karar verme stratejileri uygulandığında mantıksız da görülse alınan kararın etkili olacağını ifade ediyor.

KONFERANS AJANDASI OCAK– MART 2010

PRI Principles for Responsible Investment Event Tarih : 21 Ocak Yer : IMKB, İstanbul www.unpri.org/signatories	India Investment Summit Tarih : 8-10 Şubat Yer : Mumbai	Mutual Funds and Investment Management Conference Tarih : 14-17 Mart Yer : JW Marriott Desert Ridge Resort and Spa, Phoenix, Arizona-ABD http://www.ici.org/events
World Economic Forum Tarih : 27-31 Ocak Yer : Davos, İsviçre http://www.weforum.org/en/index.htm	Institutional Investors' Congress Tarih : 22-23 Şubat Yer : Hilton Viyana www.opalgroup.net/conferences1.php	The Private Equity International Middle East Forum Tarih : 16-17 Mart Yer : Jumeirah Beach Hotel, Dubai www.peimedia.com
The PERE (Private Equity Real Estate magazine) Forum: Asia Tarih : 2-3 Şubat Yer : The Four Seasons Hotel, Hong Kong www.peimedia.com	11th Hedge Funds World Middle East 2010 Tarih : 1-4 Mart Yer : Jumeirah Beach Hotel, Dubai http://www.terrapinn.com/2010/hfwme/	ALFI Spring Conference Tarih : 23-24 Mart Yer : Centre de Conferences, Lüksemburg-Kirchberg http://www.alfi.lu
Investment Performance Analysis&Risk Management Asia 2010 Tarih : 3-4 Şubat Yer : Hong Kong www.preqin.com	Global Real Assets Investment Forum Tarih : 2-3 Mart Yer : Union League Club, New York http://www.iiconferences.com/GRAIF.html	CIS Private Equity and Venture Capital Forum Tarih : 23-24 Mart Yer : Moskova http://www.c5-online.com/CISPE.htm
18th Annual European Pensions Symposium Tarih : 3-5 Şubat Yer : The St. Regis Grand Hotel, Roma http://www.iiconferences.com/EPEN.html	Microfinance Investment Summit Tarih : 10-11 Mart Yer : Cenevre, İsviçre http://www.microfinancesummit.com/	7th Annual EMEA Strategic Risk Management 2010 Tarih : 25-26 Mart Yer : Amsterdam, Hollanda http://www.marcusevans.com

UCITS Pazarında Trendler

Net satışlar

UCITS fonlarında 2009 3.çeyrekte de net para girişi yaşanmış ve ilk çeyrekte başlayan net satışlardan dönüş bu çeyrekte de devam etmiştir.

EFAMA verilerine göre, 2009 yılının ilk üç çeyrek döneminde sırasıyla 22, 30 ve 70 milyar Euro net para girişi olmuştur. Buna göre Ocak-Eylül 2009 döneminde toplam net satışlar 122 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir.

Hisse senetleri, bono ve dengeli fonlara olan talep, endüstrideki iyileşmeyi tetiklemiştir. Düşük getiriler sebebiyle yatırımcılar para piyasası fonlarında çekilmeyi sürdürmüşlerdir.

Bu dönemde 19 üye ülke net para girişi açıklamıştır. Açıklanan verilere göre, 2009 yılının 3. çeyreğinde en fazla net para girişi %68,3 ile Lüksemburg(48 milyar Euro) ve %14,4 ile İngiltere(10 milyar Euro)'de görülmüştür. İlk 9 aylık dönemde de hisse ve bono fonlarından görülen güçlü girişlerle Lüksemburg'daki para girişi toplamı 52 milyar Euro'ya ulaşmıştır. Lüksemburg'u 36 milyar Euro ile

UCITS fonları	Net Satışlar (2009)			(milyar Euro)
	Q1	Q2	Q3	Toplam
Hisse Senedi	-4	23	26	45
Dengeli	-10	17	19	26
Bono	-4	20	34	50
Para Piyasası	52	-25	-9	18
Diğer	-12	-5	0	-17
Toplam	22	30	70	122

Fransa, 26 milyar Euro ile İngiltere ve 8,5 milyar Euro İsviçre takip etmektedir. 2005 yılının 3.çeyreğinden bu yana İtalya'da yerleşik fonlarda ilk defa net para girişi görülmüştür. Bu olumlu gelişme İtalyan yatırımcıların varlıklarını çeşitlendirmelerinden ve yatırımlarını UCITS'lere yönlendirmelerinden kaynaklanmaktadır.

2009 yılının üçüncü çeyreğinde en fazla net para girişi bono fonlarında görülmüştür. Buna göre Bono, Hisse ve Dengeli fonlar da sırasıyla 34, 26 ve 19 milyar Euro'luk girişler gerçekleşmiştir. Diğer yandan para piyasası fonlarında geçen çeyrekte görülen çıkış azalarak 9 milyar Euro'ya gerilemiştir.

Kategorilerine göre UCITS Varlıklarının Dağılımı

2009 yılının üçüncü çeyreğinde hisse senedi fonları net aktif değeri bir önceki çeyrekte olduğu gibi güçlü bir yükselişle %15 oranında artarak 197 milyar Euro'ya ulaşmıştır. Hisse senedi fonlarını, dengeli ve bono fonlar takip etmiş, net aktif değerleri sırasıyla %9 ve %8 oranında yükselmiştir. Aynı dönemde para piyasası fonlarının varlıkları ise %1 oranında gerilemiştir.

2008 yılından bu yana UCITS'lerin net aktif değeri %13,5 oranında artmıştır, bu oran 615 milyar Euro artış'a teka-bül etmektedir.

2009 yılı 3.çeyreğinde fon piyasalarının gelişimine bakıldığında, 21 ülkenin varlıklarında artış olduğu görülmektedir. Bu dönemde net varlıklarında %10'un üzerinde artış gösteren ülkeler; Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, İrlanda, Lihtenştayn, Lüksemburg, Norveç, Polonya, Romanya, Slovakya, İsveç, İsviçre, Türkiye ve İngiltere'dir.

UCITS Kategorilere Göre Varlıklarının Dağılımı⁽¹⁾

UCITS türleri	30/09/2009		30/06/2009 göre değişim		31/12/2008 göre değişim	
	EUR m	Pay	% değişim ⁽²⁾	EUR m	% değişim ⁽³⁾	EUR m
Hisse	1,479	33%	15.4%	197	28.3%	326
Dengeli	730	16%	9.3%	62	14.8%	94
Toplam Hisse ve Dengeli	2.209	49%	13.3%	260	23.5%	420
Tahvil	1,032	23%	7.6%	73	13.8%	125
Para Piyasası	1,034	23%	-1.1%	-12	1.0%	10
Fonların Fonu ⁽⁴⁾	61	1%	13.1%	7	-5.2%	-3
Diğer	188	4%	3.9%	7	2.2%	4
Tüm fonlar (İrlanda ve Hollanda dahil)	4,524	100%	8.0%	335	14.0%	556
	5,157	-	7.7%	368	13.5%	615

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

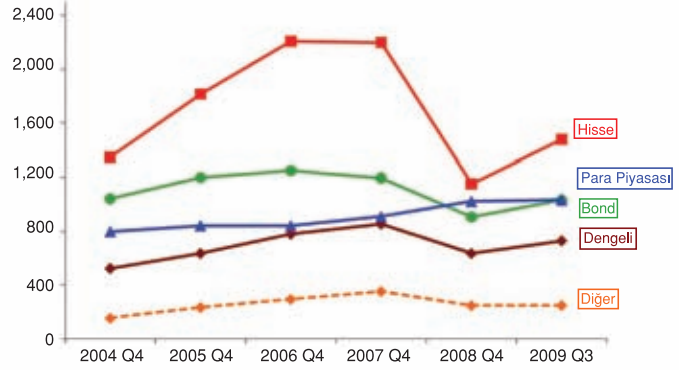
Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

Avrupa'da yatırım fonları büyüklüğü 2009 yılı üçüncü çeyrek istatistiklerine göre, %7,2 artışla 6,84 trilyon Euro'ya yükseldi. Buna göre, net aktif değer UCITS'lerde %7,7 ile 5,16 trilyon Euro, Non-UCITS'lerde ise %5,8 ile 1,68 trilyon Euro oldu.

2009 yılı 3. çeyreğinde UCITS'lerin toplam yatırımlar içerisindeki payı 5,2 trilyon Euro ile %75 seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde özellikle Lüksemburg, Fransa, Almanya ve İrlanda fon endüstrilerinde büyüme görülmüştür.

2008 yılından bu yana Avrupa yatırım fonu endüstrisi %12,4 artışla 752 milyar Euro'ya ulaşmıştı.

UCITS İlerde Son Trendler
(Eur milyar)



Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

Üye Ülkeler	30/09/2009		30/06/2009		31/12/2008	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim ⁽¹⁾	EUR m	% değişim ⁽²⁾
Avusturya	137,342	2.0%	129,156	6.3%	127,729	7.5%
Belçika	92,670	1.4%	84,311	9.9%	91,884	0.9%
Bugaristan	172	0.0%	155	11.4%	164	4.8%
Çek Cumhuriyeti	4,506	0.1%	4,163	8.2%	4,490	0.4%
Danimarka	103,895	1.5%	94,962	9.4%	97,861	6.2%
Finlandiya	51,729	0.8%	45,564	13.5%	41,338	25.1%
Fransa	1,430,238	20.9%	1,359,973	5.2%	1,294,865	10.5%
Almanya	995,217	14.5%	934,765	6.5%	904,899	10.0%
Yunanistan	10,923	0.2%	9,859	10.8%	10,424	4.8%
Macaristan	10,304	0.2%	9,079	13.5%	9,537	8.0%
İrlanda	702,552	10.3%	671,915	4.6%	647,054	8.6%
İtalya	249,850	3.7%	240,865	3.7%	252,563	-1.1%
Lihtenştayn	23,066	0.3%	20,651	11.7%	17,800	29.6%
Lüksemburg	1,773,834	25.9%	1,631,256	8.7%	1,559,653	13.7%
Hollanda	76,500	1.1%	69,200	10.5%	67,500	13.3%
Norveç	43,865	0.6%	36,937	18.8%	29,517	48.6%
Polonya	20,552	0.3%	17,060	20.5%	17,864	15.0%
Portekiz	27,448	0.4%	25,234	8.8%	25,058	9.5%
Romanya	2,248	0.0%	1,839	22.2%	1,701	32.2%
Slovakya	3,263	0.0%	3,122	4.5%	3,328	-2.0%
Slovenya	2,186	0.0%	2,032	7.6%	1,881	16.2%
İspanya	195,686	2.9%	193,523	1.1%	203,498	-3.8%
İsveç	113,417	1.7%	97,746	16.0%	86,604	31.0%
İsviçre	156,457	2.3%	145,062	7.9%	134,805	16.1%
Türkiye	16,029	0.2%	15,343	4.5%	13,547	18.3%
İngiltere	596,163	8.7%	535,175	11.4%	442,157	34.8%
Tüm fonlar	6,840,112	100%	6,378,974	7.2%	6,087,723	12.4%
UCITS varlıkları	5,157,294	75.4%	4,788,808	7.7%	4,542,094	13.5%
Non varlıkları	1,682,818	24.6%	1,590,166	5.8%	1,545,629	8.9%

(1) Haziran 2009 sonu - Eylül 2009 sonu (2) 2008 sonu - Eylül 2009 sonu.

KYD ENDEKSLERİ

KYD Fon Endeksleri						
ENDEKSLER	TARİH	DEĞER	GÜNLÜK DEĞİŞİM (%)	HAFTALIK DEĞER (%)	AYLIK DEĞİŞİM (%)	YILBAŞI DEĞİŞİM (%)
A Tipi	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	555.97	-0.22	0.56	8.35	52.08
	26 Kasım 09	514.89	-0.09	-1.21	-7.45	40.84
	30-Oct-09	540.20	-1.67	-2.72	1.33	47.76
	30-Sep-09	533.09	0.80	2.14	2.44	45.82
B Tipi	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	1080.31	0.02	0.07	0.16	6.13
	26 Kasım 09	1078.33	0.01	0.04	0.24	5.93
	30-Oct-09	1075.89	0.00	-0.02	0.23	5.69
	30-Sep-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 2008 - 31 Aralık 2009	538.55	0.03	0.15	0.58	10.56
	26 Kasım 09	534.98	0.02	0.11	0.57	9.82
	30-Oct-09	532.27	0.04	0.14	0.61	9.27
	30-Sep-09	529.07	0.02	0.15	0.65	8.61
91 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	715.14	0.08	0.23	0.63	12.86
	26 Kasım 09	709.98	0.02	0.12	0.62	12.04
	30-Oct-09	705.92	0.03	0.11	0.61	11.40
	30-Sep-09	701.61	0.06	0.22	0.86	10.72
182 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	908.46	0.24	0.39	0.72	15.72
	26 Kasım 09	901.33	-0.01	0.08	0.62	14.81
	30-Oct-09	896.37	0.07	0.08	0.60	14.18
	30-Sep-09	891.05	0.10	0.30	1.24	13.50
365 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	887.89	0.70	0.97	0.82	20.87
	26 Kasım 09	880.43	-0.02	0.02	0.84	19.85
	30-Oct-09	873.46	0.11	-0.29	0.38	18.90
	30-Sep-09	870.15	0.17	0.56	1.96	18.45
547 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	200.31	0.95	1.26	0.87	24.80
	26 Kasım 09	198.59	-0.08	-0.05	0.72	23.73
	30-Oct-09	197.29	0.14	-0.37	0.54	22.92
	30-Sep-09	196.24	0.20	0.66	2.20	22.27
TÜM	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	818.36	0.63	0.80	0.61	19.85
	26 Kasım 09	813.27	-0.02	0.02	0.70	19.11
	30-Oct-09	808.08	0.09	-0.28	0.65	18.35
	30-Sep-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 2008 - 31 Aralık 2009	131.30	0.01	0.04	0.17	2.73
	26 Kasım 09	131.07	0.18	0.21	0.33	2.55
	30 Ekim 09	130.66	0.01	0.03	0.32	2.23
	30 Eylül 09	130.25	0.01	0.04	0.15	1.91
USD - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	118.29	-1.22	-1.29	-0.87	0.01
	26 Kasım 09	117.81	0.18	0.16	0.31	-0.40
	30 Ekim 09	117.50	0.03	1.78	0.64	-0.66
	30 Eylül 09	116.75	-0.33	0.28	-1.16	-1.29
EUR	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	26 Kasım 09	114.80	0.00	0.05	0.33	2.69
	30 Ekim 09	114.46	0.02	0.07	0.37	2.39
	30 Eylül 09	114.04	0.02	0.09	0.35	2.01
EUR - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	26 Kasım 09	129.29	0.00	1.11	1.30	6.36
	30 Ekim 09	127.22	-0.34	0.40	2.00	4.66
	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 2008 - 31 Aralık 2009	222.83	0.22	0.45	-0.24	21.96
	26 Kasım 09	223.70	-0.02	0.42	2.02	22.44
	30-Oct-09	218.82	0.41	-0.74	1.82	19.77
	30-Sep-09	214.91	0.53	-0.31	2.43	17.63
USD - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	202.18	-1.01	-0.85	-1.13	19.19
	26 Kasım 09	202.21	-0.02	0.38	2.02	19.21
	30-Oct-09	197.84	0.43	1.00	2.23	16.63
	30-Sep-09	193.52	0.19	-0.06	1.14	14.08
EUR	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	176.65	-0.11	-0.16	0.71	19.29
	26 Kasım 09	175.62	0.10	0.42	1.46	18.60
	30-Oct-09	173.02	-0.03	-0.04	0.65	16.84
	30-Sep-09	171.90	0.10	0.74	2.50	16.09
EUR - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	220.26	-0.93	-1.34	-4.65	19.74
	26 Kasım 09	227.92	0.10	1.56	2.57	23.90
	30-Oct-09	221.34	-0.38	0.31	2.39	20.33
	30-Sep-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 2008 - 31 Aralık 2009	290.82	0.01	0.10	0.43	8.06
	26 Kasım 09	289.36	0.01	0.10	0.49	7.52
	30-Oct-09	288.09	0.03	0.12	0.51	7.05
	30-Sep-09	286.62	0.02	0.12	0.52	6.50
BRÜT	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	374.95	0.02	0.13	0.55	9.67
	26 Kasım 09	372.55	0.02	0.13	0.56	8.97
	30-Oct-09	370.69	0.04	0.13	0.57	8.43
	30-Sep-09	368.58	0.02	0.14	0.63	7.81

Yatırım Fonlarında Son Çeyrek

Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi 2009 yılının son çeyreğinde nette %10,50, reel olarak da %5,99 oranında getiri elde etmiştir. FM A Tipi Endeksi, nette %6,06, reel olarak %1,73 oranında, FM B Tipi Endeksi, nette %0,72 değer kazanırken, reel olarak %-3,39 oranında değer kaybetmiştir. FM A Tipi endeksi dönemi reel olarak pozitif getiri, FM B Tipi endeksi, dönemi reel olarak eksi getiri ile kapatmıştır.

	1 Ekim 2009	4 Ocak 2010	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	1345.63	1427.17	6.06%	1.73%
FM B Tipi	1548.06	1559.26	0.72%	-3.39%
İMKB 100	47804.39	52825.02	10.50%	5.99%

*İMKB 100 Endeksinin son tarihi (31.12.2009)

Fonlardaki Büyüme

2009 yılının son döneminde, A Tipi fonların portföy değeri %5 oranında, yatırımcı sayısı da %2,58 oranında artış göstermiştir. B Tipi fonların ise, yatırımcı sayıları %-6,67, portföy değerleri de %-3 oranında azalmıştır. A Tipi fonların pazar payları ilgili dönemde 0,22 oranında artış göstermiştir. Ayrıca fon türleri ve tiplerinin genel itibarıyla bağlı oldukları A Tipi ve B Tipi fon endekslerindeki değişimden arındırılmış, Fon Endekslerine Göre Değişim sütununda ise, A Tipi fonların %-1,35, B Tipi fonların ise %-3,28 oranında azaldığını, tüm piyasanın da toplamda %-4,63 oranında küçüldüğünü görebiliyoruz.

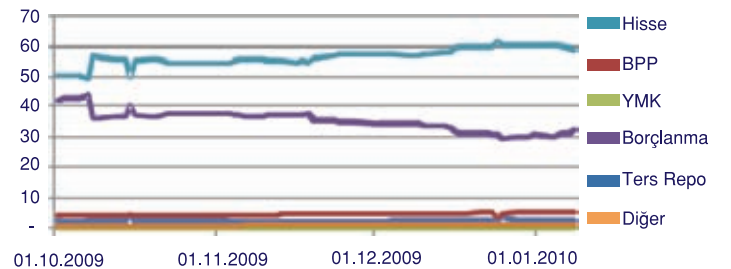
Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Son Toplam Değeri*	Toplam Değeri% Değişim	İlk KBSS*	Son KBSS*	KBSS% Değişim	Fon Endekslerine göre Değişim	İlk Pazar Payı	Son Pazar Payı
A Tipi	Değişken Fon	219	202.21	-8	16,029	15,241	-4.91	-13.72%	0.73	0.69
A Tipi	Endeks Fon	224.68	240.64	7	15,245	15,830	3.83	1.04%	0.75	0.82
A Tipi	Fon Sepeti	3.88	4.22	9	23	29	26.08	2.88%	0.01	0.01
A Tipi	Hisse Fon	119.15	127.2	7	11,951	11,962	0.09	0.69%	0.39	0.43
A Tipi	İştirakFon	78.05	97.79	25	2,469	3,069	24.3	19.23%	0.26	0.33
A Tipi	Karma Fon	271.43	287.22	6	145,801	150,336	3.11	-0.25%	0.9	0.98
A Tipi	Sektör Fonu	0.19	0.21	11	68	71	4.41	4.95%	0	0
A Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fonu	0.84	0.95	13	450	446	-0.88	6.91%	0	0
A Tipi Toplamı		917.21	960.45	5	192,036	196,984	2.58	-1.35%	3.07	3.29
B Tipi	Değişken Fon	2,709.43	2,223.99	-18	200,113	151,196	-24.44	-18.63%	9.05	7.61
B Tipi	Endeks Fon	127.5	133.14	4	1	1	0	3.70%	0.42	0.45
B Tipi	Fon Sepeti	11.57	13.19	14	140	202	44.28	13.23%	0.03	0.04
B Tipi	Karma Fon	3.19	5.71	79	657	802	22.07	78.31%	0.01	0.01
B Tipi	Kıy. Maden Fonları	142.24	236.21	66	15,877	22,191	39.76	65.35%	0.47	0.8
B Tipi	Likit Fon	22,446.89	23,028.39	3	2,818,915	2,677,218	-5.02	1.87%	75.05	78.84
B Tipi	Tahvil ve Bono Fonu	3,519.05	2,569.01	-27	110,929	84,554	-23.77	-27.71%	11.76	8.79
B Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fonu	28.55	36.82	29	4,834	5,169	6.93	28.25%	0.09	0.12
B Tipi Toplamı		28,988.42	28,246.46	-3	3,151,466	2,941,333	-6.67	-3.28%	96.93	96.71
Tüm Piyasa		29,905.63	29,206.90	-2	3,343,502	3,138,317	-6.14	-4.63%		

*Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Ekim 2009 - 4 Ocak 2010 verileri ile)

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

Portföylerin Varlık Dağılımları

2009'un son çeyreğinde, tüm yatırım fonlarının varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %58, Kamu Borçlanma %32, Hisse %3, BPP %5 seviyelerinde seyretmektedir.



Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	02.01.2009	04.01.2010	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Fon Endekslerine Göre
A Tipi	517	960	85.89%	74.50%	14.09%
B Tipi	23,036	28,246	22.62%	15.11%	15.36%
Toplam	23,552	29,207	24.01%	16.41%	

Portföy değerlerini karşılaştırmak için üstteki tabloda da görebileceğiniz gibi, bir yıllık değişimlerini enflasyondan arındırdıktan sonra, buldukları endekste ki değişimlerinden de arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasında; A Tipi fonların %74,50, B Tipi fonların %15,11, tüm pazarın da %16,41 gibi bir oranda büyüdüğünü görmekteyiz.

Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	02.01.2009	04.01.2010	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
A TİPİ	875.95	1,427.17	62.93%	52.95%
B TİPİ	1,466.93	1,559.26	6.29%	-0.22%
İMKB 100	27,005.63	52,825.02	95.61%	83.62%

*İMKB 100 Endeksinin son tarihi (31.12.2009)

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloda, tüm endeksler dönemi artı değerlerde kapatmış ve enflasyona yenilmemiştir. İMKB endeksinde baktığımızda %95,61, reel olarak %83,62 oranında değer artışı yaşanmıştır.

Tip ve Tür Bazında Büyüklükler ve Değişimler

Fon Tipi	Fon Türü	İlk Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son Toplam Değeri*	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Toplam Değeri Değişimi	İlk KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	Son KBSS	Aynı Tipteki Fonlar İçindeki Payı	Tüm Piyasa İçindeki Payı	KBSS% Değişimi	İlk Doluluk*	Son Doluluk	Doluluk% Değişimi
A Tipi	Değişken Fon	219	24%	1%	202.21	21%	1%	-8%	16,029	8%	0%	15,241	8%	0%	-5%	1%	1%	-9%
A Tipi	Endeks Fon	224.68	24%	1%	240.64	25%	1%	7%	15,245	8%	0%	15,830	8%	1%	4%	7%	7%	7%
A Tipi	Fon Sepeti	3.88	0%	0%	4.22	0%	0%	9%	23	0%	0%	29	0%	0%	26%	7%	7%	2%
A Tipi	Hisse Fon	119.15	13%	0%	127.2	13%	0%	7%	11,951	6%	0%	11,962	6%	0%	0%	8%	8%	1%
A Tipi	İştirak Fon	78.05	9%	0%	97.79	10%	0%	25%	2,469	1%	0%	3,069	2%	0%	24%	12%	15%	19%
A Tipi	Karma Fon	271.43	30%	1%	287.22	30%	1%	6%	145,801	76%	4%	150,336	76%	5%	3%	36%	37%	3%
A Tipi	Sektör Fonu	0.19	0%	0%	0.21	0%	0%	11%	68	0%	0%	71	0%	0%	4%	5%	5%	3%
A Tipi	Yab.Menk.Kıy.	0.84	0%	0%	0.95	0%	0%	13%	450	0%	0%	446	0%	0%	-1%	5%	5%	7%
Tüm A Tipleri		917	3%	3%	960	3%	5%	5%	192,036	6%	6%	196,984	6%	3%	2.21%	2.24%	2%	
B Tipi	Değişken Fon	2,709.43	9%	9%	2,223.99	8%	8%	-18%	200,113	6%	6%	151,196	5%	5%	-24%	24%	17%	-29%
B Tipi	Endeks Fon	127.5	0%	0%	133.14	0%	0%	4%	1	0%	0%	1	0%	0%	0%	0%	0%	-7%
B Tipi	Fon Sepeti	11.57	0%	0%	13.19	0%	0%	14%	140	0%	0%	202	0%	0%	44%	2%	2%	10%
B Tipi	Karma Fon	3.19	0%	0%	5.71	0%	0%	79%	657	0%	0%	802	0%	0%	22%	35%	61%	73%
B Tipi	Kıy.Mad.Fonları	142.24	0%	0%	236.21	1%	1%	66%	15,877	1%	0%	22,191	1%	1%	40%	26%	12%	-54%
B Tipi	Likit Fon	22,446.89	77%	75%	23,028.39	82%	79%	3%	2,818,915	89%	84%	2,677,218	91%	85%	-5%	13%	14%	9%
B Tipi	Tahvil ve Bono	3,519.05	12%	12%	2,569.01	9%	9%	-27%	110,929	4%	3%	84,554	3%	3%	-24%	24%	17%	-28%
B Tipi	Yab.Menk.Kıy.	28.55	0%	0%	36.82	0%	0%	29%	4,834	0%	0%	5,169	0%	0%	7%	23%	31%	35%
Tüm B Tipleri		28,988.42	97%	97%	28,246.46	97%	-3%	-3%	3,151,466	94%	94%	2,941,333	94%	-7%	16%	14%	-11%	
Tüm Piyasa		29,905.63			29,206.90		-2%	-2%	3,343,502			3,138,317			-6%	11%	10%	-9%

*Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Ekim 2009 - 4 Ocak 2010 verileri ile)
*KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı - Yatırımcı Hesap Sayısı)
Doluluk Oranı (Dolaşımdaki PaySayısı / Fon Sermayesi)

2009 yılının son çeyreğinde fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda, A Tipi fonların portföy değerleri %5 artarken, B Tipi Fonların portföy değerleri %3 oranında azalmıştır. Tüm piyasaya baktığımızda %2 oranında küçülme yaşanmıştır. A Tipi fonların yatırımcı sayıları %3 oranında artarken, B Tipi fonların yatırımcı sayıları, %7 oranında azal-

mıştır. B Tipi Fonlar tüm piyasanın %94'lük bir kısmını oluştururken, A Tipi fonlar, piyasanın %6'sını oluşturmaktadır. A Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları %2 oranında artarken, B Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları, %11 azalmıştır. Sonuç olarak; son çeyreğe baktığımızda, B Tipi fonlardan, A Tipi fonlara ufak kaymalar olduğunu söyleyebiliriz.

Fon Endeksleri ve Değişimler

2009 yılının son çeyreği itibariyle fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda; IMKB endeksinin 2009 yılının son çeyreğinde de yükselişini devam ettirmesinden dolayı, tüm endekslerin arttığını ve yatırımcıların 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 adresinden inceleyebilirsiniz.

Endeks	Fon Sayısı	02.01.2009 Değeri	04.01.2009 Değeri	%Değişim	Rel artış Tüfe'ye göre
A Tipi Fonlar Endeksi	50	875.95	1,427.17	62.93	59.01
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1,466.93	1,559.26	6.29	5.85
Likit Fon Endeksi	15	1,455.21	1,532.35	5.3	4.92
Endeks Fon Endeksi	10	256.45	458.68	78.86	73.97
Hisse Fon Endeksi	10	618.59	1,100.29	77.87	73.04
Karma Fon Endeksi	15	1,276.99	1,758.03	37.67	35.3
İştirak Fon Endeksi	1	752.39	1,516.67	101.58	95.3
Sektör Fonu Endeksi	1	619.74	1,155.02	86.37	81.02
Yab. Menk. Kıym. Fon Endeksi	5	357.13	368.85	3.28	3.02
Değişken Fon Endeksi	25	1,487.14	1,712.84	15.18	14.19
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1,566.58	1,801.67	15.01	14.03
FM 30 Endeksi	30	1,339.79	1,443.50	7.74	7.2
FM 50 Endeksi	50	1,316.30	1,428.05	8.49	7.91
Fon Sepeti Endeksi	3	109.16	149.16	36.65	34.35

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'a girin

Emeklilik Fonlarında Son 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	804.3	877.84	9.14%	23,430	24,759	5.67%	3.47%	9.42	9.64
Diğer Fonlar	1,341.20	1,451.35	8.21%	44,684	47,452	6.19%	2.02%	15.72	15.93
Gelir Amaçlı Fonlar	5,196.35	5,547.15	6.75%	188,402	198,366	5.29%	1.46%	60.9	60.92
İhtisaslaşmış Fonlar	31.54	34.33	8.87%	928	931	0.34%	8.53%	0.36	0.37
Para Piyasası Fonları	1,157.88	1,194.59	3.17%	48,585	49,503	1.89%	1.28%	13.57	13.11
Tüm Piyasa	8,531.27	9,105.27	6.73%	306,029	321,011	4.90%	1.83%		

*Milyon YTL (Karşılaştırmalar 1 Ekim 2009 – 4 Ocak 2010 verileri ile)

Emeklilik fonlarının 2009 yılı son çeyreğinde, portföy değerlerinin %6,73 artışının yanı sıra pay sayılarında %4,90 oranda arttığını görebiliyoruz.

Fonların kendi içlerindeki dağılımları değişmemekle birlikte, genel olarak emeklilik fonları piyasasının %1,83 oranında büyüdüğünü görebiliriz.

Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Türleri	02.01.2009	02.01.2010	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	456.65	877.84	92.23%	80.46%
Diğer Fonlar	945.23	1,451.35	53.54%	44.14%
Gelir Amaçlı Fonlar	3,873.40	5,547.15	43.21%	34.44%
İhtisaslaşmış Fonlar	16.55	34.33	107.50%	94.79%
ParaPiyasasıFonları	1,084.98	1,194.59	10.10%	3.36%
Toplam	6,376.81	9,105.27	42.79%	34.04%

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz. Bir yıllık sürede fon piyasasının, %42,79 büyüdüğünü, bu büyümeden enflasyonu çıkarttığımızda, emeklilik fonlarının net olarak %34,04 büyüdüğünü söyleyebiliriz.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2009 yılının son çeyreğinde tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %70, Repo %15, Hisse %9, Diğer %5 seviyelerinde seyretmektedir.

