

Sevgili Okurlar,

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin Şubat ayında yapılan XI. Olağan Genel Kurul Toplantısı'nın ardından yeni Yönetim ve Denetim Kurulumuz belirlendi. Bu vesileyle, geçtiğimiz dönem görev alan bütün arkadaşlarıma özenli çalışmaları ve katkılarından dolayı çok teşekkür ederim. Yeni Yönetim Kurulumuz, ortak vizyonumuz çerçevesinde bugüne kadar olduğu gibi bundan sonra da Kolektif Yatırım Araçları Sektörümüzün öncelik ve ihtiyaçlarını belirleyerek, çözüm önerilerinin geliştirilmesine yönelik her türlü çalışmayı yapacaktır.

Nitekim yeni yönetimimizin ilk önemli adımı stopaj uygulamaları konusunda sektörün görüş ve beklentilerini aktarmak üzere Maliye Bakanı Sayın Mehmet Şimşek'i makamında ziyaret etmek oldu. Görüşmeden kısa bir zaman sonra da stopaj konusundaki çalışmanın sektörün isteği yönünde şekilleneceği ilgili makamlarca gündeme geldi. Yeni düzenlemelerle yerli ve yabancı yatırımcı arasındaki stopaj farkı giderilirken, A tipi fonlarda uygulanan %10 stopajın kaldırılacağını beklemekteyiz.

İki yılına göre gelen Yeni Yönetim Kurulumuz ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Sayın Prof. Dr. Vedat Akgiray ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı Sayın Hüseyin Erkan'ı da Mart ve Nisan aylarında makamlarında ziyaret ettiler.

Zengin ve güncel içeriğiyle sektörün sesi haline gelen Kurumsal Yatırımcı'nın bu sayısında Genel Kurulumuz ve yeni yönetimimiz ile ilgili detaylı bilgileri bulabilirsiniz.

Dergimizin kapak konularından birini, anket serimizin beşincisi olan 'Kurumsal Yatırımcıların Halka Arzlarında Aradığı Nitelikler' konulu çalışma oluşturdu. Sermaye piyasamızda halka arz seferberliğinin başlatıldığı bir dönemde yapılan bu çalışma ile piyasanın önemli aktörü kurumsal yatırımcıların görüş ve beklentilerini kamuoyuyla paylaşıyoruz.

Kurumsal Yatırımcı'nın bundan böyle her sayısında yabancı bir portföy yöneticisini konuk edeceğiz. İlk konuğumuz, Credit Suisse Asset Management Baş Danışmanı Robert Parker oldu. Bu sayıdan itibaren ayrıca, yabancı konuk ile yapılan röportajın orijinalinin yanı sıra, dergi içeriğinde yer alan bazı yazıların özetlerinin yer alacağı İngilizce sayfalarımız da sizlerle buluşuyor.

Ayın konuğu bölümümüzde Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. İcra Kurulu Başkanı ve TÜSİAD Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu Başkanı Sayın Metin Ar, özel sektör tahvilleri konusunda TÜSİAD'ın çalışmalarını anlattı. Bu bölümde ayrıca Garanti Yatırım'ın da değerlendirmeleri yer alıyor.

Korumalı ve garantili fonları detaylı olarak inceleyen sektör analizi, sermaye piyasamızın yeni araçlarından varantı ihraççının gözünden anlatan çalışma, gayrimenkul yatırım fonları, sosyal sorumlu yatırımlar, EFAMA raporundan Avrupa Portföy Yönetimi Sektörü'nün görünümü, Yunanistan'daki kriz ile gün ışığına çıkan AB'nin zayıf ekonomileri ve Euro ilişkisini inceleyen bir araştırma, güncel sanat bölümünde 20 yıllık bir koleksiyoner ile yapılan röportaj dergimizin ilgiyle okuyacağınızı düşündüğümüz diğer bölümlerinden bazıları.

Bu arada Nisan sayısı ile "Kurumsal Yatırımcı" dergisi iki yaşına bastı. Sizlerden aldığımız olumlu görüş, eleştiri ve öneriler bizi daha da iyisini yapmak için cesaretlendiriyor. Sektörümüzün önemli bir açığını kapattığını düşündüğüm dergimize nice başarılı yıllar dilerim.

Saygılarımla,

Gür Çağdaş
TKYD Yönetim Kurulu Başkanı



Gür Çağdaş
TKYD Başkanı

“ Yeni Yönetim Kurulumuz, bugüne kadar olduğu gibi bundan sonra da Kolektif Yatırım Araçları Sektörümüzün ihtiyaçlarını ortaya koyarak, çözüm önerilerinin geliştirilmesine yönelik her türlü çalışma ve gayret içinde olacaktır. **”**

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

Editör

Güzin Övünç

Yayın Kurulu

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

Danışma Kurulu

Dr. Ahmet Erelçin
Belma Öztürkhal
Cem Yalçinkaya
Didem Gordon
Dr.Gürman Tefvik
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 00

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

içindekiler

4 SEKTÖRDEN HABERLER

8 TKYD 2010 GENEL KURUL VE FAALİYETLER

10 KAPAK TKYD ANKET
KURUMSAL YATIRIMCININ HALKA
ARZLARDA ARADIĞI NİTELİKLER

14 EKONOMİST GÖRÜŞ

Enflasyon, Para Politikası ve Bono Faizleri

Dr. Mehmet Özkaya / Genel Müdür Yardımcısı TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

18 FON YÖNETİMİ

Akbank Franklin Templeton B.R.I.C. Ülkeleri
B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler FonuMehmet Ali Ersarı
Genel Müdür Yardımcısı / Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

20 KAPAK: ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI

20 Özel Sektör Borçlanma Araçlarına İlişkin
TÜSİAD Girişimleri

Metin Ar -TÜSİAD Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu Başkanı

24 Türkiye'de Özel Sektör Borçlanma Araçlarının
İhracına İlişkin DeğerlendirmeÇağan Erkan - Genel Müdür Yardımcısı
Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

28 YABANCI KONUK

DÜNYADA KRİZ SONRASI GÜNDEMİ

Robert Parker
Baş Danışman / Credit Suisse Asset Management

30 ARAŞTIRMA

AVRUPA'NIN ZAYIF EKONOMİLERİ VE EURO

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

32 VARANT

TÜRKİYE'NİN YENİ SERMAYE PİYASASI ARACI:
ARACI KURULUŞ VARANTLARIAlbert Krespin - Direktor
Hisse Senedi Piyasası Türev Ürünler Deutsche Bank

36

SORUMLU YATIRIM

SORUMLU YATIRIM PRENSİPLERİ

Ertunç Tümen - Genel Müdür Yardımcısı
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

38

KARBON SAYDAMLIK PROJESİ

Prof. Dr. Melsa Ararat - Sabancı Üniversitesi
Kurumsal Yönetişim Forumu Direktörü

42

EFAMA

AVRUPA PORTFÖY YÖNETİMİ SEKTÖRÜ

Cenk Aksoy - Genel Müdür Yardımcısı
İŞ Portföy Yönetimi A.Ş.



46

HUKUK

GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

Yalçın Özge OKAT Başuzman / Sermaye Piyasası Kurulu
Kurumsal Yatırımcılar Dairesi

50

SEKTÖR ANALİZİ
KORUMALI FONLAR

ANAPARA KORUMALI VE GARANTİLİ
YATIRIM FONLARI (Yapılandırılmış Fonlar)
Özgür Çatı - Satış ve Pazarlama Bölümü/Yönetici
Fortis Portföy Yönetimi A.Ş.

54

SANATA YATIRIM

ÇAĞDAŞ SANAT

Moiz Zilberman

58

MAKALE

TOYOTA HİSSE SENEDİ YATIRIMCILARI NE YAPSIN?

Dr. Belma Öztürkcal

60

FON DÜNYASI

Warren Buffett'in yanına yaklaşan yok!

61

ABD'de yatırım fonlarının katılma payı grupları
sadeleştiriliyor

Hedge Fonların mükemmel yılı

62

ABD'de 50 milyon ailenin yatırım fonu var!

Kurumsal Yatırımcıların hedefinde Asya hisseleri var



63

YATIRIMCI KİTAPLIĞI

65

EFAMA

UCITS Pazarında Trendler

67

KYD ENDEKSLERİ

68

SEKTÖR VERİLERİ

72

KURUMSAL YATIRIMCI
IN ENGLISH

74

World agenda after crisis
Robert Parker - Senior Advisor
Credit Suisse Asset Management

76

KONFERANS AJANDASI
NİSAN-HAZİRAN 2010

SEKTÖRDEN HABERLER

YENİ İHRAÇLAR:

Katılma payları kayda alınanlar



1. **HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**
B Tipi Tahvil ve Bono Fonu



2. **Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.**
B Tipi Altın Fonu



3. **Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.**
B Tipi Büyüme Amaçlı Değişken Fon



4. **Aktif Yatırım Bankası A.Ş.**
B Tipi Likit Fonu



5. **İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**
Ashmore B Tipi Likit Fon



6. **Türk Ekonomi Bankası A.Ş.**
B Tipi Altın Fonu
B Tipi BRIC Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Fonu



7. **ING Bank A.Ş.**
A Tipi İMKB Ulusal 30 Endeks Yatırım Fonu



8. **TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**
A Tipi Hisse Senedi Fonu

YENİ FAALİYET İZİNLERİ:

1. Rhea Portföy Yönetimi A.Ş. unvanlı bir portföy yönetimi şirketinin kuruluşuna ilişkin esas sözleşmenin uygun görülmesi talebi olumlu karşılanmıştır.
2. Aktif Yatırım Bankası A.Ş.'nin 50.000.000 TL başlangıç tutarlı "Aktif Yatırım Bankası A.Ş. B Tipi Likit Fonu"nun kuruluşuna izin verilmiştir.
3. Finansbank A.Ş.'nin 500.000.000 TL başlangıç tutarlı "Finansbank A.Ş. GT-30 A Tipi Borsa Yatırım Fonu"nun kuruluşuna izin verilmiştir.
4. Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.'ye portföy yöneticiliği yetki belgesi verilmiştir..

ÖZEL DURUMLAR:

- 1 HSBC Bank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Yatırım Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Çin Hisse Senetlerine Dayalı Alt Fonu'nun (Dördüncü Alt Fon) birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılanmıştır.
- 2 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. Garantili Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili Dolar Sepeti Alt Fonu'nun (5. Alt Fon) birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılanmıştır.
- 3 Fortis Bank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı 4 Element İkinci Alt Fon'un ve B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Şeker Kahve Üçüncü Alt Fon'un birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.
- 4 Akbank T.A.Ş.'nin kurucusu olduğu "Akbank T.A.Ş. A Tipi Değişken Fonu"nun (Fon) "Akbank T.A.Ş. A Tipi Premium Hisse Senedi Fonu"na dönüştürülmesi nedeniyle yapılacak içtüzük değişikliğine izin verilmesine ve dönüşüme ilişkin duyuru metninin yayımlandığı tarih ile

yeni hususların yürürlüğe giriş tarihi arasında kalan süre zarfında başvuru konusu Fon'un yeni katılma payı satışlarının durdurulmasına karar verilmiştir.

- 5 Fortis Bank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Dördüncü Alt Fon ile B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Beşinci Alt Fon'un birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin Banka talebi olumlu karşılanmıştır.
- 6 Denizbank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı %90 Anapara Korumalı B Tipi Özel Bankacılık Tarım Ürünleri Birinci Alt Fonunun Birinci İhraç katılma paylarının halka arzına ilişkin Banka talebi olumlu karşılanmıştır.
- 7 Akbank T.A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Dokuzuncu Alt Fon ve Akbank T.A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Onuncu Alt Fon'un birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin Banka talebi olumlu karşılanmıştır.
- 8 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. Garantili Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili Eurobank Tekfen A.Ş. Yeryüzü Kaynakları Alt Fonu'nun (6. Alt Fon) birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.
- 9 Finansbank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Dördüncü Alt Fon'un ve Finansbank 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 talep olumlu karşılanmıştır.
- 10 Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. Garantili Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili İMKB 30 Endeksi Yükselen Trend Alt Fonu'nun (Beşinci Alt Fon) birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.
- 11 HSBC Bank. A.Ş., Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı İMKB-30 Endeks Getirisine Dayalı Alt Fonu (Beşinci Alt Fon)'nun katılma paylarının halka arzına ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.
- 12 T. İş Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na

bağlı B Tipi %100 Anapara Korumalı Birinci Alt Fonu'nun ikinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.

13 Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin kurucusu olduğu 50.000.000 TL başlangıç tutarlı "Ata Yatırım Türkiye İslami Market A Tipi Borsa Yatırım Fonu"nun "Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. B Tipi Büyüme Amaçlı Değişken Fonu"na dönüşümüne ilişkin içtüzük değişikliklerine izin verilmesi talebi olumlu karşılanmıştır.

14 Denizbank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı %90 Anapara Korumalı B Tipi Özel Bankacılık Tarım Ürünleri ikinci Alt Fonunun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.

15 T. İş Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Korumalı Sekizinci Alt Fonunun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.

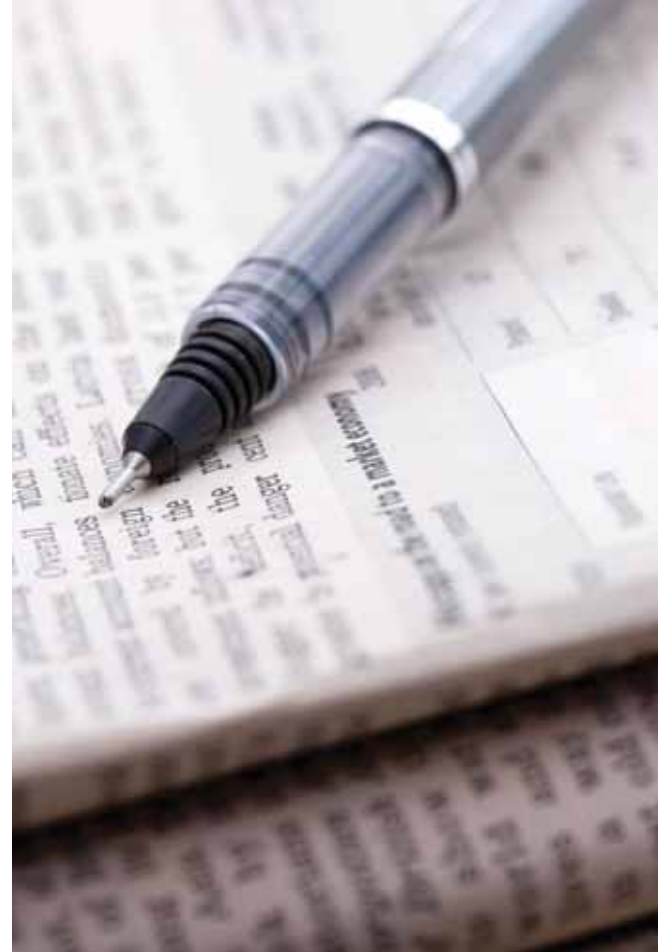
16 Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin "T. İş Bankası A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na Bağlı B Tipi %100 Anapara Korumalı Dokuzuncu, Onuncu, Onbirinci, Onikinci ve Onüçüncü Alt Fonu'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.

17 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 Yedinci Alt Fon'un ve B Tipi %98 Anapara Koruma Amaçlı Sekizinci Alt Fon'un birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.

18 Denizbank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Altının Yükselişini Öngören Özel Bankacılık Üçüncü Alt Fonu ve B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Altının Düşüşünü Öngören Özel Bankacılık Dördüncü Alt Fonu'nun birinci ihraç katılma paylarının halka arz edilmesine ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.

19 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin Garantili Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Garantili Altın Alt Fonu'nun (7. Alt Fon) birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talebi olumlu karşılanmıştır.

20 Akbank T.A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %98 Anapara Koruma Amaçlı Onbirinci Alt Fon ve B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Onikinci Alt Fon'un birinci ihraç katılma paylarının halka arzına ilişkin talep olumlu karşılanmıştır.



• Fortis Bank A.Ş. Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu'na bağlı B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Şeker Kahve Üçüncü Alt Fon'un unvanı Banka talebi üzerine B Tipi %100 Anapara Koruma Amaçlı Tarım Ürünleri Üçüncü Alt Fon olarak değiştirilmiştir.

• Türk Ekonomi Bankası A.Ş. A Tipi BRIC Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Fonu'nun unvanının B Tipi BRIC Ülkeleri Yabancı Menkul Kıymetler Fonu olarak değiştirilmesine izin verilmiştir.

SPK'nın 11 Ocak – 2 Nisan döneminde yayınlanan haftalık bültenlerinden derlenmiştir.



Taşlar yerine oturduğunda bazı kararlar için çok geç olabilir.

Bugün vereceğiniz karar; kısa, orta ve uzun vadede, saniyelerden çok daha önce hareket etmek anlamına geliyor. Stratejilerinizi, yönettiği varlıkların değeri 4.9 milyar YTL'yi aşan bir kuruluşun öngörülerıyla oluşturmak anlamına geliyor.

Bugün, Türkiye'nin ilk portföy yönetimi şirketiyle çalışma zamanı. Garanti Portföy, seçkin kurumlar ve bireyler için tasarladığı portföy yönetimi ürünü ile tüm risk senaryolarına karşı sizin için gardını alsın. Zamanın gizlediği fırsatları açığa çıkarsın. Ürettiğiniz değerlere çok daha fazla değer katmak için, "öncü"yle çalışmaya bugün başlayın.

Yatırım fonları yönetimi

Bireysel emeklilik fonları yönetimi

Portföy yönetimi

Alternatif yatırım araçları

AKSİS/İGDD

 **Garanti Portföy**



Yeni Yönetim Kurulu üyelerimiz SPK Başkanı Prof. Dr. Vedat Akgiray'ı ziyaret ettiler.

TKYD 2010 Genel Kurul ve Faaliyetler

TKYD'nin XI.Genel Kurulu 16 Şubat 2010 tarihinde gerçekleştirilerek yeni dönem TKYD Yönetim ve Denetim Kurulu üyelik seçimleri yapılmış, Gür Çağdaş TKYD Başkanlığına yeniden seçilmiştir. Genel Kurul'da tüzük değişikliği de yapılmış ve yönetim kurulunun çalışma süresi iki yıl olarak belirlenmiştir. Tüzükte yapılan diğer önemli bir değişiklik ise TKYD'nin bir iktisadi işletme kurabilmesine olanak tanıyan maddenin eklenmesidir.

Yeni yönetim yaptığı ilk Yönetim Kurulu Toplantısı'nda TKYD çalışma komitelerini yeniden belirlemiş ve 2010 için öncelikli çalışmaları

belirlemiştir.

Yeni yönetimin ilk önemli adımı yatırım fonlarındaki stopaj uygulamaları konusunda görüşleri dile getirmek ve diğer sektör beklentilerini paylaşmak üzere Maliye Bakanı Mehmet Şimşek, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Prof.Dr. Vedat Akgiray ve İMKB Başkanı Hüseyin Erkan'ı ziyaret etmek olmuştur.

Görüşmeden kısa bir zaman sonra da stopaj konusundaki çalışmanın sektörün isteği yönünde şekilleneceği ilgili makamlarca gündeme getirilmiştir. Yeni düzenlemelerle yerli ve yabancı yatırımcı arasındaki stopaj farkı giderilirken, A tipi fonlarda uygulanan %10 stopajın kaldırılması beklenmektedir.

TKYD 2010-2011 Yönetim ve Denetim Kurulu

Yönetim Kurulu Üyeleri

Gür Çağdaş	Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.
Didem Gordon	Libera Portföy Yönetimi A.Ş.
Tayfun Oral	Oyak Menkul Değerler A.Ş.
Alp Keler	Fortis Portföy Yönetimi A.Ş.
Celal Reyhan	Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.
Cem Yalçınkaya	Ak Portföy Yönetimi A.Ş.
Gülsevin Yılmaz	Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.
Gürman Tevfik	İş Portföy Yönetimi A.Ş.
Namık Aksel	HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.
Ömer Yenidoğan	TEB Portföy Yönetimi A.Ş.
Özgür Güneri	Finans Portföy Yönetimi A.Ş.

Denetim Kurulu Üyeleri

Cenk Aksoy	İş Portföy Yönetimi A.Ş.
Fatih Arabacıoğlu	Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.
Halim Çun	Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.

KOMİTE ÇALIŞMALARI

Yeni dönemde komite başkanları yeniden belirlenerek her komite kendi alanındaki çalışmalarını belirlemek üzere toplantılar yaptılar.

Vergi Komitesi

Başkan: Murat Ögel
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.
Başkan Yardımcısı : Namık Aksel
HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.

Anayasa Mahkemesi'nin 08 Ocak 2010 tarihli kararı neticesinde Maliye Bakanlığı tarafından Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67 inci maddesinde yapılmasına çalışılan düzenlemeye ilişkin sektörümüzün görüşleri Maliye Bakanlığına çeşitli zamanlarda iletilmiştir. Komite geçen yılsonundan itibaren yatırım fonlarındaki stopaj düzenlemelerine ilişkin Maliye Bakanı ve Gelir İdaresi Başkanlığı ile birlikte çalışmalar yürütmüştür. Özellikle stopaj oranlarında yapılacak düzenleme konusunda ilgili kamu kurum temsilcilerine ziyaretlerde bulunulmuş, ayrıca sektörün beklentilerini içeren yazışmalar yapılmıştır. Komitenin hazırladığı mektuplarda özellikle A tipi fonlarda uygulanan %10 stopaj oranının haksız rekabet yarattığına dikkat çekilerek bu oranın kaldırılması gerekliliği vurgulanmıştır.

Ayrıca yatırım fonlarının vergilendirilmesinde, vergilendirmenin katılma belgelerinin yatırımcı tarafından elden çıkartılması esnasında yatırımcı seviyesinde yapılması konusu da tekrar kamu temsilcilerinin dikkatine sunulmuştur.

Mevzuat Komitesi

Başkan: Didem Gordon
Libera Portföy Yönetimi A.Ş.

Yılbaşından bu yana Mevzuat Komitesi'nin yaptığı çalışmalar:

1. Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı (18 Ocak 2010)
2. Payların Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı (18 Ocak 2010)
3. Menkul Kıymet Yatırım Fonları, Emeklilik Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları Portföylerine Varantlar'ın Dahil Edilmesi (8 Şubat 2010)
4. Yatırım fonu ve emeklilik yatırım fonu portföyleri için gerçekleştirilen eurobond işlemleri (9 Mart 2010)
5. Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik Taslağı SPK tarafından sektörden talep edilen ya da sektör tarafından SPK'ya iletilmek istenen görüşlerin derlenerek son haline getirmek üzere her ay komite üyelerinden bir kişinin koordinatör olarak görevlendirilmesine, böylelikle görüşlerin daha hızlı bir şekilde derlenmesine karar verilmiştir.

İletişim Komitesi

Başkan: Alp Keler
Fortis Portföy Yönetimi A.Ş.
Başkan Yardımcısı: Ömer Yenidoğan
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

İletişim Komitesi 2010 yılında TKYD'nin iletişim ve konferanslarda yapacağı etkinliklere ilişkin çalışmalar yapmıştır. Altı aylık dönemlerde sektörün öncelikli beklentilerini vurgulayacak basın toplantılarının yapılması, Mayıs sonunda yapılması planlanan sektör toplantısı ve 2010 yılı konferansı için çalışmaların başlatılmasına karar verilmiştir. Yurtdışında yapılan fon konferanslarından birinde TKYD'nin Kolektif Yatırım Araçlarının anlatılacağı bir panelde yer alabilmesi konusunda da çalışmaların yapılması planlanmıştır.

Endeks Komitesi

Başkan : Cenk Aksoy
İş Portföy Yönetimi A.Ş.
Başkan Yardımcısı: Cüneyt Demirkaya
TSKB

Komitenin Mart ayındaki toplantısında Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) vadelerinin uzaması sebebiyle uluslararası uygulamalar doğrultusunda, **Yeni KYD-DİBS Endeksleri**'nin (KYD DİBS Kısa, KYD DİBS Orta, KYD DİBS Uzun) yaratılması gereğine karar verilmiş ve bunun sonucunda Komite çalışmalarına başlanmıştır. Önümüzdeki dönemde yeni endekslerin yaratılması konusunda sektörün ihtiyacı, geniş çevreler tarafından kullanılabilirlik ve taklit edilebilirliğinden oluşan 3 ana kriter dikkate alınacak.

Açık Platform Komitesi

Başkan: Celal Reyhan
Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.
Başkan Yardımcısı: Özgür Güneri
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.

Yatırım fonu katılma belgelerinin fon kurucuları tarafından elektronik bir ortamda, diğer platform üyelerine ve müşterilerine satılmasına, geri alınmasına ve bu işlemlerin takasının ve saklamasının Takasbank-MKK sistemi üzerinden gerçekleştirilmesine imkan sağlayacak elektronik bir platform olan "Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu (TE-FASP)" analiz ve yazılım çalışmaları, Takasbank, TKYD ve sektör katılımcılarının katkılarıyla devam etmektedir.

Eğitim Komitesi

Başkan : Dilek Gülensoy
Ata Portföy Yönetimi A.Ş.
Başkan Yardımcısı: Ömer Yenidoğan
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

Eğitim Komitesi de portföy yöneticileri lisanslama çalışmaları, sektör toplantısı ve 2010 yılı konferansı içeriğinin belirlenmesinde İletişim Komitesi ile işbirliğini içeren çalışmalar yapacaktır.

Strateji Komitesi

Başkan : Cem Yalçinkaya
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.
Başkan Yardımcısı Özgür Güneri
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.

Strateji Komitesi TKYD'nin Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) içinde Anapara Korunmalı Fonlara (APK) yönelik hukuksal alt yapının düzenlenmesi aşamasında sektörün uygulama önerilerine ilişkin bir çalışma yapmaktadır. Bu çerçevede kolay uygulanabilir ve güvenilir bir hukuksal alt yapı için oluşturulan öneriler ilgili kamu otoriteleri ile paylaşılacaktır

Sınıflandırma - Derecelendirme Komitesi

Başkan: Celal Reyhan
Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.
Başkan Yardımcısı: Özgür Güneri
Finans Portföy Yönetimi A.Ş.

Komite 5 Mart 2008 tarihinde SPK'ya gönderdiği "Kolektif Yatırım Araçları Sınıflandırması" çalışmasını tekrar gündeme alarak SPK'ya hatırlatma yapılmasına karar verdi. Bu çalışmanın gündeme alınmasının ardından derecelendirme çalışmaları başlatılacaktır.

Diğer Faaliyetler

TKYD Sosyal Sorumluluk kapsamında; İklim değişikliğine karşı global finans sektörünü harekete geçirerek, şirketlerin sera gazı salım miktarlarının ve iklim değişikliği ile ilgili yönetim politikalarının kurumsal yatırımcıların bilgisine sunulmasını amaçlayan ve Türkiye'de Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetişim Forumu liderliğinde hayata geçirilen Karbon Saydamlık Projesi (Carbon Disclosure Project)'ni destekleme kararı almıştır.

14 Nisan'da Conrad Otel'de gerçekleştirilen Active Akademi – Sermaye Piyasaları Zirvesinde TKYD Başkanı Gür Çağdaş kurumsal yatırımcıların ülke ekonomisindeki önemi konusunda bir konuşma yapmıştır.

6-7 Mayıs 2010 tarihlerinde İMKB liderliğinde gerçekleştirilecek olan Halka Arz Seferberliği Zirvesi'nde de TKYD yönetimi çeşitli panellerde yer alacaktır. Mayıs sonunda yapılması planlanan 4.Sektör Toplantısı çalışmaları da Dernek tarafından başlatılmıştır.

Fon yöneticileri halka açılacak şirkette en başta şeffaflık arayacak

Halka arzlarda en gözde sektör enerji



Sermaye piyasasının nabzı olma hedefiyle başlattığımız Kurumsal Yatırımcı Anket Serisi'nin beşincisinde, halka arz seferberliğinin başlatıldığı bir dönemde, yurtiçi kurumsal yatırımcıların daha aktif rol oynamalarını sağlayabilecek uygulamaların yürürlüğe konulabilmesi için *Kurumsal Yatırımcıların Halka Arzlarda Aradığı Nitelikleri konu edindik.*

Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği'nin 26 üyesinin katıldığı 12 soruluk ankete göre, fon yöneticileri halka arz edilecek şirkette öncelikle şeffaflık istiyor. Anket, halka arzlarda en fazla ilginin enerji sektöründe olacağını gösterdi.

SPK'nın AB mevzuatına uyum ve uygulamada karşılaşılan sorunların giderilmesi amacıyla güncellenen "*Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği*" de 3 Nisan'da Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girdi.

Kurumsal yatırımcılar şeffaflık istiyor

Anketin "Halka arz edilecek şirkette aradığınız temel özellikler nelerdir?" sorusuna katılımcıların yarısı "Şeffaflık" cevabını verdi. Şeffaflığı, güçlü mali yapı ve performans, büyüme potansiyeli ve kurumsal yönetim takip etti. Güvenilirlik ve itibar, iskonto lu arz fiyatı, vizyonlu ve iyi bir yönetim takımı, şirketin sektördeki yeri daha az katılımcı tarafından tercih edilmekle birlikte en çok aranan diğer özellikler oldu.

Portföy yöneticileri, halka açılacak şirketlerden şeffaflık anlamında beklentileri özetlerken, şirketlerin herhangi bir bilgiyi saklamamaları, hesap verilebilir olmaları ve kamuya açıklanması gereken bilgileri zaman geçirmeksizin yerine getirmelerinin önemli bir unsur olarak görüldüğünü söylediler.

Şirketlerden özellikle üç uygulamada şeffaflık isteniyor.

- Yolsuzluklara karşılık yönetimin sorumluluğu. Beklenen uygulamalarsa; şirket çalışanlarının hileye karşı en üst düzeyden en alt düzeye kadar bilinçlendirilmesi ve mücadelenin paylaşılması, kurumsal yönetim, etkin iç kontrol, her seviyede yetki sınırlaması, işe alım süreçlerinde açıklık, bulguların üst düzeyce irdelenebilmesi ve anında müdahale, etkin ceza sistemi gibi başlıklardan oluşuyor.
- Usulsüz kullanımlara karşı iştiraklerin, varlıkların işletmedeki fonksiyonlarının ve değerlendirme kriterlerinin standart ve açık olması.
- Doğru olandan farklı yansıtılan tablolar, muhasebe standartlarının yanlış uygulanması ve resmi evrak risklerinden arındırılmış standart mali tablolar.

Güvenilen bilgi kaynakları: araştırma raporları ve halka arz izahnamesi

Ankette "Halka arz edilecek şirketle

ilgili en çok hangi bilgi kaynağına güvenirsiniz?" sorusu soruldu. 'Güvenilen kurumların araştırma raporları' ve 'halka arz izahnamesi' eşit oranda en çok tercih edilen bilgi kaynakları oldu. Bunları 'Şirket yönetimi ile birebir görüşme' takip etti ancak ilk iki tercihe göre oldukça azınlıkta kaldı. 'Sektörel raporlar' ve 'bağımsız denetim raporları' da az tercih edilirken, katılımcılardan hiç biri 'şirket web sitesi' seçeneğini işaretlemedi.

Bir portföy yöneticisi, Kurumsal Yatırımcı'nın güvenilir bir araştırma raporunun ne tür özellikler taşıdığı sorusunu, "Öne sürülen argümanlarda tutarlı bir mantık yapısı olması gerekir. İyiye iyi, kötüye kötü demekten imtina etmemesi gerekir" diye cevapladı.

Yatırım kararı alınırken bakılan kriterler

"Halka arz edilecek bir şirkete yatırım kararı alırken sizin için hangi bilgi önceliklidir?" sorusuna verilen cevaplara göre, katılımcıların çoğu yatırım kararı alınırken öncelikle, şirketin finansal performansı, büyüme stratejisi, uzun vadeli değer yaratma potansiyeli, kurumsal yönetim ilkelerine uyumu, sektör görünümü kriterlerine bakıyor. Az sayıda katılımcı şirketin büyüme stratejisi'ne öncelikle bakılacağını ifade ederken, bu seçimi 'uzun vadeli değer yaratma potansiyeli' ve 'finansal performansı' takip etti.

Sektörel tercih: Enerji

Ankette kurumsal yatırımcılara halka arzlarda öncelikli sektörel tercihleri de soruldu. Katılımcıların yaklaşık yüzde 60'ı enerji cevabını verirken, yüzde 35'i sanayi tercihini işaretledi. Bu iki sektörü bankacılık ve teknoloji takip etti.

Portföy yöneticileri, elektrik dağıtım ihaleleri, hidroelektrik santralleri, alternatif enerji kaynakları, nükleer enerji gibi alanlarda kamunun elinde satılmayı bekleyen portföyün enerji

sektörü hisselerine talep getireceğini kaydediyorlar.

"Şirket büyüklüğü 250-500 milyon TL olmalı"

Ankete katılanların yaklaşık yarısına göre, halka açılacak şirket toplam büyüklüğünün optimum değeri 250-500 milyon lira düzeyinde olması gerekiyor. Katılımcıların dörtte birinden biraz fazlası ise 500 milyon-1 milyar lira arası bir büyüklüğü tercih edeceklerini belirttiler. Katılımcıların yüzde 10 gibi azınlıkta kalan bir bölümü şirketin büyüklüğünün bir milyar liradan fazla olması gerektiği cevabını verdi.

Yurtiçi kurumsal yatırımcılar en az yüzde 10 tahsisat istiyor

Halka arzlarda kurumsal yatırımcılar için ayrılan tahsisat oranının en az yüzde 10 olması isteniyor. Anket katılımcılarının yaklaşık yüzde 40'ından gelen bu cevabı, yüzde 27 ile tahsisatın 'yüzde 20-30' aralığında olması gerektiğini belirtenler izledi.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) AB mevzuatına uyum ve uygulamada karşılaşılan sorunların giderilmesi amacıyla güncellenen "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" 3 Nisan'da Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girdi. Tebliğde, halka arz edilecek sermaye piyasası aracının ek satış hakkı hariç olmak üzere en az yüzde 10'unun yurtiçi bireysel yatırımcılara ve yüzde 10'unun ise yurtiçi kurumsal yatırımcılara tahsis edilmesi zorunluluğu yer alıyor.

"Bireysel yatırımcıya özel iskonto uygulanırsa kurumsal yatırımcıya da uygulanmalı"

Anket sonucuna göre, kurumsal yatırımcılar özel fiyat iskontosu uygula-

malarında yatırımcılara eşit işlem yapılmasından yana. Cevap verenlerin yarısına yakını bireysel yatırımcıya iskonto uygulanması durumunda kurumsal yatırımcıya da aynı iskonto nun uygulanması gerektiğini düşünüyor. Katılımcıların dörtte birinden biraz fazlası ise kurumsal yatırımcıya özel bir iskonto uygulanması gerektiğini belirtti. 'Bireysel yatırımcıya iskonto uygulanırsa kurumsal yatırımcıya daha yüksek oranlı bir iskonto uygulanmalı' ile 'iskonto uygulanmalı' diyenler oldukça azınlıkta kaldı.

Halka arzlarda nakdi/gayri nakdi teşvikler

Anketin "Özel iskonto dışında kurumsal yatırımcı için ne tür nakdi/gayri nakdi teşvikler uygulanabilir?" sorusuna katılımcılardan;

- Fiyat belirlenmesinde kurumsal yatırımcının da etkili olması,
- Teminat alınmayabileceği,
- Menkul kıymetlerin teminat verilebileceği,
- Belli tutarın üzerindeki alışların bir bölümüne OTM put opsiyonu verilmesi,
- Vergi indirimi,
- Elde tutma süresine bağlı farklı oranlarda gelir vergisinden muafiyet,
- Fiyat istikrarı zorunluluğu,
- Uzun dönemli elde tutma durumunda ilave teşvikler verilebileceği,
- Likidite garantisi,
- Halka arz bedelinin dağıtım gerçekleşince yatırılması,
- Talep toplama sırasında verilen tutarın nemalandırılması,
- Yurtdışı kurumlarla aynı şartların alınması,
- Kıymet, döviz blokajı gibi alternatif ödeme seçeneklerinden yararlanılması gibi öneriler gelirken, her-

hangi bir teşvik olmaması gerektiğini düşünen az sayıda katılımcı vardı.

SPK'nın yeni "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" belirli yatırımcı gruplarına nakdi veya gayrinakdi teşviklerin verilebileceğini düzenliyor.

"En etkili şirket tanıtım yöntemi road-show"

Anket sonuçlarına göre, halka arzlar da en etkili tanıtım yöntemi road-show olarak görülüyor. Katılımcıların yaklaşık yüzde 60'ı bu cevabı tercih etti. İkinci tercih edilen yöntem birebir görüşme olurken, onu reklam takip etti. Web sitesi en az tercih edilen tanıtım yöntemi oldu.

"Şirketler halka arzdan 30 gün önce bilgilendirme yapmalı"

Anketin "Sizce şirketler bilgilendirmeleri halka arzdan ne kadar önce yapmaya başlamalıdır?" sorusuna katılımcıların çoğunluğu '30 gün' cevabını verdi. Yüzde 19 gibi azınlıkta kalan bir kısım katılımcı ise 15 günün yeterli olacağını ifade etti.

Halka arz fiyatı nasıl değerlendiriliyor?

Anket katılımcılarının tamamına yakını 'değerleme çalışması', 'belirli bir fiyat aralığı veya iskonto oranı', 'benzer şirketlerin çarpan oranları' olarak verilen yöntem seçeneklerinin tümünün halka arz fiyatı değerlendirilmesinde kullanıldığını belirttiler.

"Halka arzlarda yurtdışı kurumlarla eşit koşullar uygulanmıyor"

Yurtiçi kurumsal yatırımcılar halka arzlarda yurtdışı kurumsal yatırımcılara ayrıcalık tanındığını düşünüyorlar. Halka arzlarla katılıma engel ola-

rak görülen faktörlerin sorulduğu soruya anket katılımcılarının 3/4'ünden biraz fazlası, *yurtdışı kurumsal yatırımcılarla eşit koşulların olmaması* cevabını verdi. Bu faktörü *küçük tahsisat oranı ve pahalı halka arz fiyatı* yakın oranla takip etti.

Portföy yöneticileri, halka arzlar için yurtdışında uzun süre öncesinden bilgilendirme toplantılarının yapıldığı ancak yurtiçindeki tanıtımların yeterince ve zamanında olmadığını belirtiyorlar.

Halka açılacak şirketlerin bilgilendirmeyi geç ve yetersiz yapmaları yine katılanların yüzde 38'i tarafından halka arzlarla katılımda engel olarak görülürken, azınlıkta kalmakla birlikte *halka arz fiyatının geç açıklanması ve yeterli nakdi teşvik olmaması da* bu faktörleri izledi.

Anket Katılımcılarının Kurumları (alfabetik sıraya göre)

- Ak Portföy Yönetimi A.Ş.
- Ata Portföy Yönetimi A.Ş.
- A Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
- Bumerang Menkul Değerler A.Ş.
- Deniz Portföy Yönetimi A.Ş.
- Eczacıbaşı Portföy Yönetimi A.Ş.
- Ergo İsviçre Portföy Yönetimi A.Ş.
- Finans Portföy Yönetimi A.Ş.
- Fortis Portföy Yönetimi A.Ş.
- Garanti Portföy Yönetimi A.Ş.
- Gedik Portföy Yönetimi A.Ş.
- Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
- HSBC Portföy Yönetimi A.Ş.
- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
- İş Portföy Yönetimi A.Ş.
- Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
- Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
- TEB Portföy Yönetimi A.Ş.
- TSKB Menkul Değerler A.Ş.
- Yapı Kredi Portföy Yönetimi A.Ş.
- Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.
- Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.



HALKA ARZ

SEFERBERLİĞİ

İSTANBUL ZİRVESİ

6-7 MAYIS 2010

www.halkaarzseferberligi.com

İMKB'DEN, HALKA ARZA ADAY ŞİRKETLERE BÜYÜK İMKAN: “Halka Arz Seferberliği-İstanbul Zirvesi”

Sermaye piyasalarına derinlik kazandırma, şirketlerin büyümek için ihtiyaç duydukları kaynaklara erişimini sağlama vizyonuyla, halka arz potansiyeli taşıyan şirketlerin halka arz uzmanlarıyla biraraya geleceği geniş ölçekli bir organizasyon düzenleniyor. İMKB'nin **Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)**, **Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB)** ve **Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB)** ile yürüttüğü işbirliği protokolü çerçevesinde başlattığı halka arz seferberliği çalışmaları kapsamında, İstanbul Sanayi Odası'nın (İSO) da desteğini alarak gerçekleştireceği **“Halka Arz Seferberliği- İstanbul Zirvesi” 6-7 Mayıs 2010** tarihlerinde İstanbul-Sütlüce'deki Haliç Kongre Merkezi'nde gerçekleştirilecektir.



TSPAKB



Enflasyon, Para Politikası ve Bono Faizleri

TÜFE endeksi Ekim-2009 ayında gördüğü %5.1 seviyesini takiben hızla yükselerek, Şubat-2010 sonu itibariyle %10.1 seviyesine kadar çıktı. Bu dönemde, Merkez Bankası ilk önce faiz indirim sürecini sona erdirdi, akabinde de söylemlerini kademe kademe sertleştirdi. Bu gelişmelere paralel olarak, piyasalardaki faiz artırım beklentileri de kuvvetlendi. Yılın ikinci yarısında 150-250 bps faiz

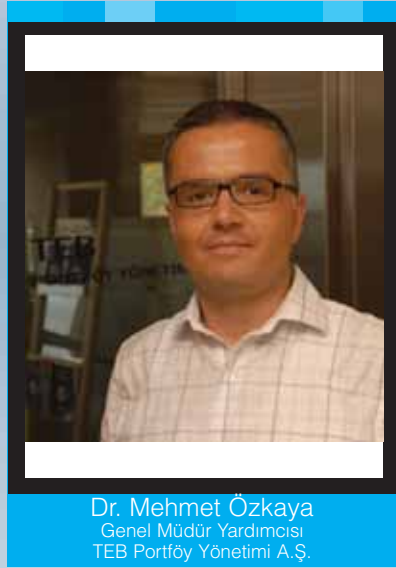
artırımı olması ve bono faizlerinin de kalıcı olarak tekrar çift haneli seviyelere ulaşması genel beklenti haline geldi.

Piyasada hakim olan bu beklentilere nazaran, şahsi düşüncem Merkez Bankası'nın daha yumuşak bir politika izleyebileceği ve bono faizlerinin de enflasyon risklerini fazlasıyla fiyatlamaş olduğu yönünde'. Aşağıda sunacağım analizde ilk önce enflasyon dinamiklerini, sonra para politikasından beklediğim re-

aksiyonu ve en son olarak da bono piyasasındaki değerlemeleri irdeleyeceğim.

i) Enflasyon

Enflasyonda yaşanan yükselişe para politikasının vereceği reaksiyonu öngörmek için, ilk olarak enflasyon dinamiklerini özetlememizde fayda var. Grafik-1, TÜFE seviyesinde yaşanan yükselişe rağmen çekirdek

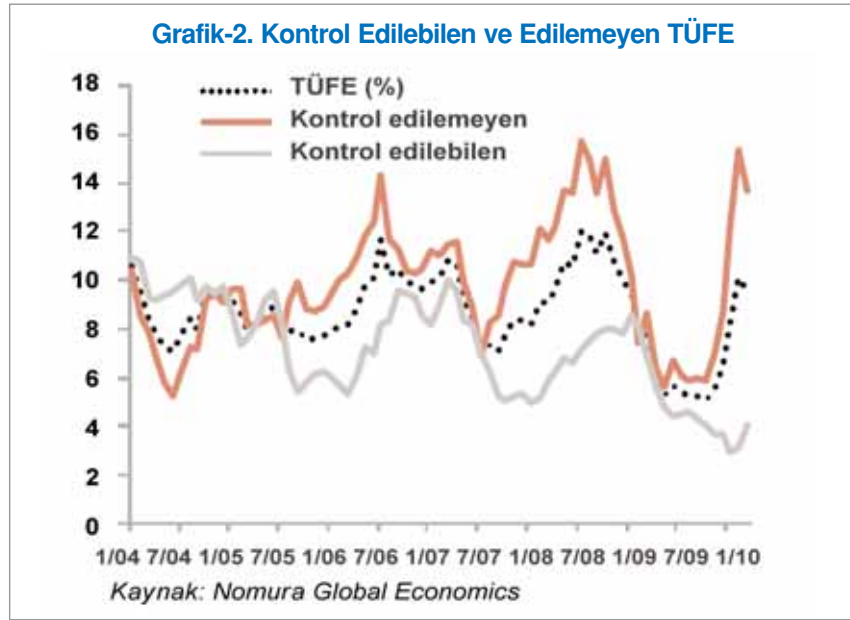
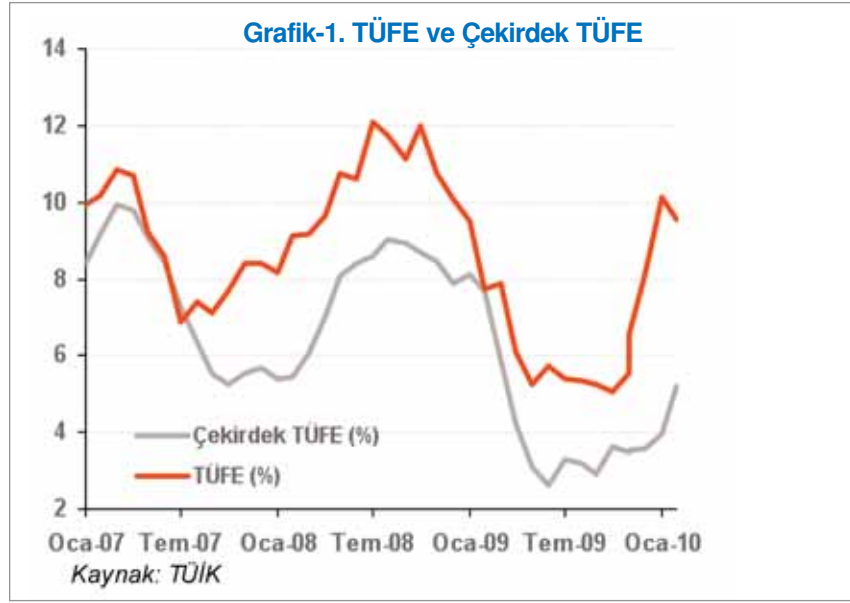


Dr. Mehmet Özkaya
Genel Müdür Yardımcısı
TEB Portföy Yönetimi A.Ş.

enflasyonun orta vadeli hedeflerle uyumlu seviyelerde olduğunu gösteriyor. Merkez Bankası'nın da değişik sebeplerle ifade ettiği gibi, TÜFE'deki yükseliş temel olarak fiyat ayarlamaları, gıda enflasyonu ve baz etkisinden kaynaklanmakta. Bir diğer açıdan, Nomura Global Economics tarafından hazırlanan ikinci grafik, TÜFE'de yaşanan yükselişin Merkez Bankası'nın doğrudan kontrolü dışında olan unsurlardan kaynaklandığına ve para politikasının doğrudan etki yaptığı kalemlerde ise yatay sürecin devam ettiğine işaret ediyor².

Buradan hareketle üç noktaya dikkat çekmekte fayda var:

- i) Para politikası kontrolü dahilinde olan, ekonomik canlanmaya ve talep artışına bağlı olarak görülen enflasyon, hala Merkez Bankası'nın beklentileri doğrultusunda gerçekleşmektedir,
- ii) Orta ve uzun vadeli enflasyon eğilimleri açısından karşı karşıya bulunduğumuz risk, talep odaklı bir enflasyondan ziyade TÜFE'deki yükselişin zaman içinde ekonomik birimlerin genel fiyatlamaya eğilimlerini bozması ve diğer kalemlere de yayılmasıdır.
- iii) Bu riskin gerçekleşmesi ise büyük ölçüde ekonomik aktivitenin



canlılığı, arz ve talep dengesi, işsizlik seviyesi, çıktı açığı gibi unsurlara bağlıdır.

Ekonomik aktivitenin canlı, iç talebin kuvvetli ve çıktı açığının sınırlı olduğu dönemlerde, dışsal faktörlerden dolayı TÜFE'de yaşanan yükselişlerin genel fiyatlamaya eğilimlerini bozarak, çekirdek enflasyona yansımaları ve kısa zaman içinde çekirdek enflasyonda da paralel yükselişlere sebebiyet vermesi daha olasıdır. Grafik-1'e tekrar bakarsak,

2007 yılı sonu ile 2008 yılı başında yaşanan dönem bunun iyi bir örneğidir. Hatırlanacağı üzere, o dönemde yükselen petrol fiyatlarının ve kurun zamanla çekirdek endeksleri de bozmaya başlaması üzerine Merkez Bankası faiz artırımlarına giderek piyasayı şaşırtmaktan geri kalmamıştır³. Mevcut ortamda ise, ekonomi hala toparlanma sürecinde olup, tüketim talebi eski düzeyinden uzak seyretmekte, çıktı açığı ve işsizlik yüksek seviyelerini korumaktadır. Mevcut ekonomik koşul-

lar, genel fiyatlama eğilimlerinin bozulmasını 2008 başında olduğu kadar destekler nitelikte değildir.

ii) Para Politikası Tepkisi

Yılın geri kalanı için temel beklentim, ekonomik toparlanma sürecinin devam etmesi; çıktı açığı, kapasite fazlası ve işsizlik alanlarındaki iyileşmelerin ise yavaş gerçekleşmesidir. Yurt içindeki belirsizlik ortamının artmakta olmasına ek olarak, yurt dışında uygulanmakta olan genişleyici mali ve para politikalarının yılın ikinci yarısında terse dönmesi Türk ekonomisindeki büyümeyi sınırlı tutacaktır⁴. Bu düşünceler çerçevesinde, ileriye dönük olarak para politikası beklentimi iki ana senaryo üzerinden özetlemek mümkün:

1) Baz Senaryo: 2010 yılında 50-100 bps faiz artırımı (%70 ihtimal): Merkez Bankası'nın mevcut politikasına devam ederek, ilk aşamada TÜFE'deki yükselişten ziyade, bu yükselişin zaman içinde fiyatlama eğilimlerini bozma riskine karşı tepki vermesi gerektiği kanaatindeyim. Para politikasının, temel olarak beklenti yönetimine odaklanarak, mümkün mertebe finansal şartları sıkılaştırmaktan imtina etmesi gerekir. Bu süreç zarfında önümüzdeki 4-5 ay oldukça kritik olacaktır. Genel olarak, yaz aylarında mevsimsel olarak enflasyonda düşüşler olsa da, geçen yılki kuvvetli baz etkisinden dolayı önümüzdeki aylarda TÜFE ve çekirdek enflasyonun yükselme eğilimini sürdürmesi ihtimal dahilindedir. Türkiye'deki enflasyon beklentilerinin oldukça adaptif olduğunu ve uzun vadeli beklentilerin oluşmasında cari aydaki gözlemlerin önemli rol oynadığını düşünürsek, beklenti yönetiminin yaz aylarında zorlanması muhtemeldir. Böyle bir durumda, Merkez Bankası yaz aylarında faiz artırmak zorunda kalabilir. Ama bu artırımların doğrudan bir enflasyon riskinden zi-

“ Yaz aylarında mevsimsel olarak enflasyonda düşüşler olsa da, geçen yılki kuvvetli baz etkisinden dolayı önümüzdeki aylarda TÜFE ve çekirdek enflasyonun yükselme eğilimini sürdürmesi ihtimal dahilindedir. ”

yade, beklenti yönetimine dönük olarak yapılacağı için sınırlı ve az sayıda olacağını düşünüyorum. Yaz aylarından sonra ise, yılın son çeyreğinden 2011 ikinci çeyreğine kadar enflasyonun yeni bir düşüş trendine girmesi ve beklentilerin de bu süreçte düzelmesi olasıdır. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın 2010 yaz aylarında 50-100bps gibi bir faiz artırımı yapıp, akabinde 2011 yılının ilk aylarına kadar faizleri sabit tutmasını ve sonrasında faiz artırımlarına tekrar başlamasını olası görüyorum.

2) Piyasa Beklentisi: 2010'da 200 bps faiz artırımı (%30 ihtimal): Piyasadaki genel beklenti, Merkez Bankası'nın 2010 yılı ortalarında faiz artırım sürecine başlayarak, yılın ikinci yarısında ortalama 200 bps, gelecek yılın ilk yarısında da 150 bps gibi bir sıkılaştırmaya gitmesi yönünde. Bu beklentinin agresif olduğu ve gerçekleşme ihtimalinin de görece daha düşük olduğu kanaatindeyim.

iii) Bono Faizleri

Yukarıda sunduğum iki senaryoya karşın, acaba bono faizleri ne tür bir fiyatlama içeriyor? Bu soruya cevaben 3 nolu grafik, 6 Nisan tarihi itib-

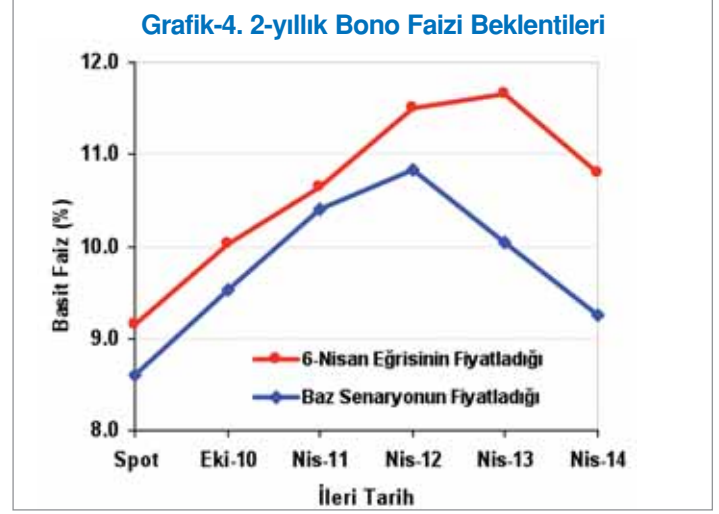
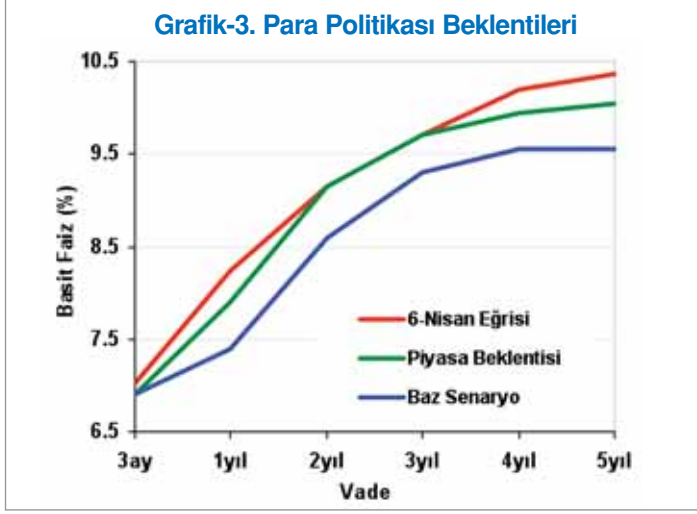
riyle oluşan bono faizlerine ek olarak, yukarıdaki iki senaryonun fiyatlandığı hipotetik getiri eğrilerini vermektedir. Birkaç noktaya dikkat çekmekte fayda var:

i) Grafik-3'deki verileri kullanarak mevcut bono faizlerinin içerdiği risk primini kabaca ayırtmak mümkün. Herhangi bir vade için, para politikası senaryosu eğrisi üzerindeki faizin bugünkü gecelik faize olan farkı enflasyon riski için, mevcut bono faizine olan farkı ise enflasyon dışındaki diğer (politik, likidite, arz-talep dengesizliği, v.s.) riskler için fiyatlanan primin bir göstergesi olarak algılanabilir. Örneğin, Piyasa Beklentisi eğrisi üzerinde %10.05 olan 5-yıllık faizin %6.50'lik gecelik faize farkı 5-yıllık enflasyon risk primini, 5-yıllık mevcut %10.35 bono faiziyle farkı ise diğer riskler için fiyatlanan primi göstermektedir.

ii) Böyle bir risk ayırtması yapmak, bir yatırımcıya üstlendiği riskleri ve bu risklere karşın kazandığı risk primini değerlendirme imkanı sağlar. Bu değerlendirme analizleri, geri plandaki makro resim değişmediği halde bono faizlerinde kısa vadeli olarak görülen oynaklıklardan faydalanma fırsatı verebilir. Bono faizleri için Aralık-2009 ve Mart-2010 başlarında belirttiğim pozitif görüşümün, Ekim-2009 ve Ocak-2010 ortalarındaki kar realizasyonu çağrılarının temelini oluşturan bu tür değerlendirme analizleri olmuştur.

iii) Mevcut bono faizleri Piyasa Beklentisi senaryosuna oldukça yakın seyretmekte ve dolayısıyla ağırlıklı olarak piyasada algılanan enflasyon riskini fiyatlamaktadır.

iv) Baz Senaryo beklentim bono faizlerinde sınırlı da olsa hala bir miktar değer kaldığını göstermekte. Bununla birlikte, faizlerin geldiği seviyeleri ve piyasadaki agresif beklentileri dikkate alırsak, bu değerlerin doğru dan sermaye kazançlarından ziyade, zaman içinde bono vadelerinin kısılması ve eğri üzerinde daha düşük faiz seviyelerine düşmesi (roll-down) neticesinde realize edilmesini



daha olası buluyorum. Yatırımcılar için kritik olan bir diğer husus ise, faiz artırım süreci başladığında bono faizlerinin ne tür bir tepki vereceğidir. Genel beklentiler, bu süreçte bono faizlerinin tekrar kalıcı olarak çift haneli seviyelere çıkacağı, dolayısıyla bono piyasasında faiz yükselmesine dönük kısa pozisyonların alınması gerektiği yönünde. Bu beklentiye de analitik olarak değerlendirebilmek için 6-Nisan Eğrisi'nin ve Baz Senaryo eğrisinin ileri dönemlerdeki faizler için ne tür bir fiyatlamaya içerdiğini kabaca hesap edebiliriz. Grafik-4'de görüldüğü üzere hem mevcut bono faizleri, hem de benim baz senaryom 2-yıllık basit faiz oranının 2011 yılı başlarında çift haneli seviyelere çıkmasını öngörmekteler. Akabinde ise, benim beklentim, bu yükselişin sınırlı olması (%11 altında kalması) ve para politikası sıkılaştırması bittikten sonra tekrar tek haneli seviyelere doğru inmesidir. Mevcut bono faizleri ise daha sert ve uzun soluklu bir yükselişi esasen şimdiden fiyatlamaktadır. Dolayısıyla, gecelik fonlama ile vade sonuna kadar tutulacak uzun bono pozisyonunun (bu dönemde yapılacak faiz artırımlarına rağmen) kar edeceği kanaatindeyim. Getiri eğrisi üzerinde en iyi değeri ise, Baz

Senaryo Eğrisi ile 6-Nisan Eğrisi (Grafik-3) arasındaki farkın en yüksek olduğu eğrinin kısa tarafı ile en uzun tarafında görüyorum.

Sonuç

Burada sunduğum analiz, genel itibarıyla, enflasyon ve para politikası risklerinin bono faizlerine ne derece yansıdığını irdelemek amacıyla kullanılabilir bir yaklaşım içermektedir. Buna ek olarak, zaman zaman ön plana çıkan diğer (politik, likidite, v.s.) risk unsurlarının piyasaya etkisini de ayrıştırma ve bu sayede bono faizlerinin seviyesi hakkında analitik bir değerlendirme yapma imkanı sunmaktadır.

Bu yaklaşım çerçevesinde mevcut bono faizi seviyelerini değerlendirdiğimde, piyasaların çok uzun bir süre öncesinden agresif beklentilere girmiş olduğunu söyleyebilirim. Hatta bu beklentiler öylesine kuvvetli seyretmekte ki, önümüzdeki dönemde yapılacak para politikası sıkılaştırmasının bono faizlerine etkisi (2006 ve 2008'deki tecrübelerin aksine) beklenenden daha yumuşak olabilir görüldüğüdür. Bu tür beklentiler içinde olan yatırımcıların da bu süreçte pozitif sürprizlerle karşılaşmaya devam edebileceği kanaatindeyim.

“Yılın geri kalanı için temel beklentim, ekonomik toparlanma sürecinin devam etmesi; çıktı açığı, kapasite fazlası ve işsizlik alanlarındaki iyileşmelerin ise yavaş gerçekleşmesidir.”

1 “Bonoda Kar Realizasyonu Zamanı”, M. Özkaya, Global Observations, 19-Ocak-2010.

2 EMFX Portfolio Update, O. Büyükkayalı, Nomura Global Economics, 6-Nisan-2010.

3 “Kur Artışı, Enflasyon ve Faizler - 2006'dan Çağrışımlar”, M. Özkaya, Global Observations, 21-Nisan-2008.

4 Detaylı analiz için bakınız: “ABD'de Ekonomik Görünüm ve Piyasa Beklentileri”, M. Özkaya, Global Observations, 4-Ocak-2010.

Akbank Franklin Templeton B.R.I.C. Ülkeleri B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Fonu

Ak Portföy'ün fon yöneticisi, Franklin Templeton'ın alt yönetici olduğu Akbank Franklin Templeton B.R.I.C. Ülkeleri B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Fonu ile Türkiye'de yerleşik yatırımcılar BRIC ülke borsalarının getirilerine iştirak edebilmektedir.

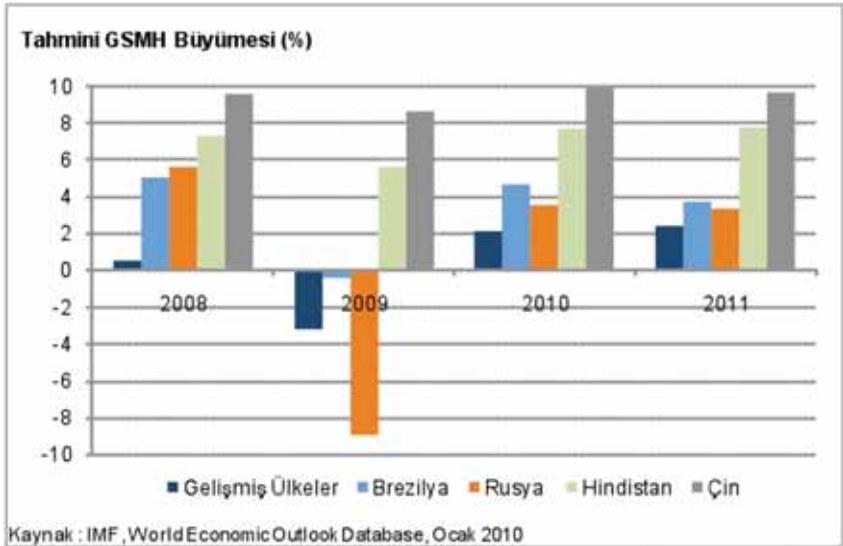
B.R.I.C. nedir ?

BRIC, 2009 verilerine göre dünya nüfusunun yaklaşık %42'sini, dünya gayrisafi milli hasılası'nın (GSMH) yaklaşık %22'sini ve dünya yüzölçümünün %26'sını oluşturan ve hızlı ekonomik büyümeye sahip olan Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in baş harfleri kullanılarak oluşturulan bir kısaltmadır. BRIC ülkeleri, geçmiş yıllarda yüksek GSMH büyüme yüzdeleri ile dünya ekonomisinin dinamiğini desteklemişlerdir. Global krizin etkilerinin hafiflemeye başlaması ile de ilerleyen yıllarda ekonomik gelişmenin motoru olacaklardır. Bu ülkeler her ne kadar büyüklükleri ve büyüme potansiyelleri ile birbirlerine benzeseler de, kendi içlerindeki farklı dinamikleriyle portföylerde çeşitlendirme sağlamaktalar.

Brezilya Sao Paulo Bovespa, Rusya RSI Index, Hindistan Bombay Sensex ve Çin Şangay Composite, Shenzen borsaları BRIC ülke borsaları olarak adlandırılmaktadır. BRIC ülke para birimleri Brezilya'da Real, Rusya'da Ruble, Hindistan'da Rupi ve Çin'de Yuan'dır.

Türk yatırımcılar BRIC ülkelerine nasıl yatırım yapabilirler?

Türkiye'de Kasım 2009 tarihinde



SPK onayı alan "Akbank T.A.Ş. Franklin Templeton B.R.I.C. Ülkeleri B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Fonu" Ocak 2010 sonu itibari ile halka arz edilmiştir. Akbank, Türkiye'de bir ilke imza atmış ve Franklin Templeton ile birlikte yatırımlarının tamamını BRIC ülkelerine yapma imkanı olan fonu ürün gamına eklemiştir. Ak Portföy'ün fon yöneticisi, Franklin Templeton'ın ise alt yönetici olarak atandığı yapılanma sayesinde Türkiye'de yerleşik yatırımcılar küçük miktarlarla bile olsa, BRIC ülke borsalarının getirilerine iştirak etme şansını bu fon

aracılığı ile elde etmişlerdir.

BRIC fonunuzun yönetim sürecini anlatır mısınız?

Akbank BRIC fonu, BRIC ülke borsalarına yüksek oranda hisse yatırımı yapan ve uzun vadeli getiriye yatırımcılarına sunmayı amaçlayan bir fondur. Fonun yöneticisi Ak Portföy Yönetimi A.Ş. olarak belirlenmiş, gelişmekte olan piyasalar üzerinde uzmanlaşmış, bu alandaki deneyimleri ile bir dünya markası olmuş Franklin Templeton Asset Management, fonun alt yöneticisi olarak atanmıştır.



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

Fon yatırımları, Ak Portföy Yönetimi A.Ş.'nin makro ekonomik değerlendirmeleri, iç kontrol süreçleri, risk yönetim uygulamaları ve 10 yıllık portföy yönetim tecrübesi ışığında sürekli olarak izlenmektedir.

BRIC fonumuzun yatırım yapabileceği ülkeler Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin dışında Hong Kong ve Tayvan'ı da içermektedir. Ayrıca fonumuz, içtüzüğüne göre şirket kârlarının büyük kısmını BRIC ülkelerinden elde eden ve G20 veya OECD mensubu ülke borsalarında işlem gören hisselerle de yatırım yapabileceği imkânına sahiptir.

Fon değerlemesi günlük olarak Türk Lirası cinsinden yapılmakta ve kamuya duyurulmaktadır. Fonun karşılaştırma ölçütü MSCI BRIC TL endeksidir.

BRIC fonu neden tercih edilebilir?

Riskli bir fon olan BRIC fonumuz, hisse senedi getirilerindeki dalgalanmaya alışık, yatırımlarını uzun vadeli bir perspektifte yapan yatırımcılar için, dünyanın büyüme motoru olan bu ülkelere Akportföy ve Franklin Templeton uzmanlığında yatırım imkanı sağlamaktadır. Bu ülkelere yatırım yapabilmek için gerekli altyapıya sahip olmak oldukça zor ve zahmetli bir süreç gerektirmektedir.

Bu altyapıyı bireysel olarak tamamlamanın mümkün olabileceğini varsaysak bile, işlem maliyetleri getirileri gölgede bırakabilecek kadar yüksek olacaktır. BRIC ülkelerinin farklı zaman dilimlerinde bulunması da yatırım sürecini güçleştiren bir başka unsurdur. Hepsinden önemlisi, yatırım yapılacak ülke borsası veya hisse senedi hakkında geçmiş bilgiye, mevcut durum bilgisine ve gelecek dönem ile ilgili öngörüye sahip olmadan yapılan yatırımların geri dönüşleri her zaman beklenildiği gibi pozitif olmayabilir. BRIC fonu, iki farklı portföy yönetim şirketinin tecrübeli fon yönetim ekipleri, araştırma kapasiteleri ve sürekli güncellenen makro ekonomik çalışmaları sayesinde yaşanabilecek kayıpları her zaman en aza indirmeyi hedefleyerek yönetilmektedir.

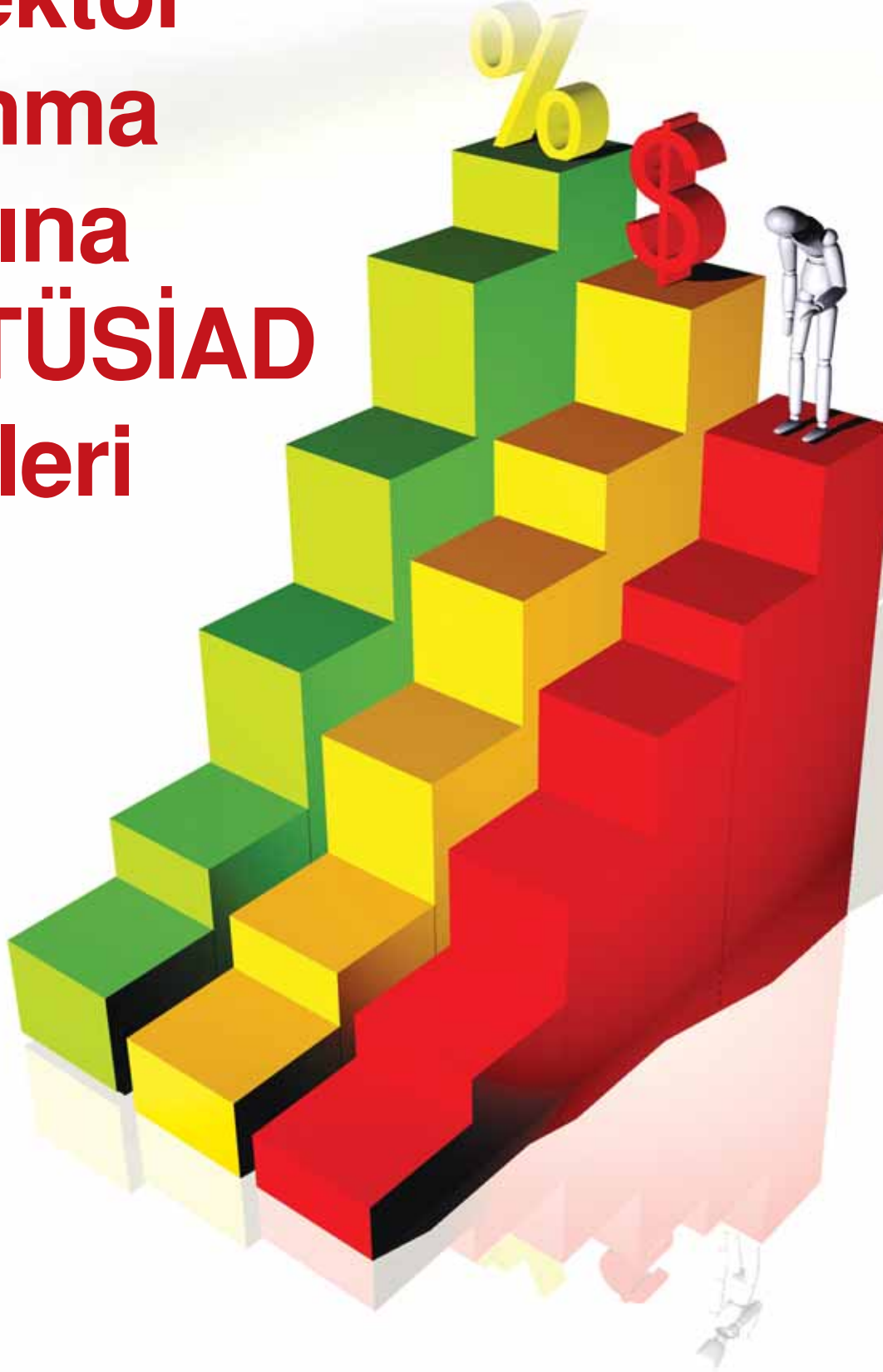
Vergisel yönden değerlendirildiğinde, yabancı menkul kıymetlere yapılan yatırımlardan elde edilen kazançların beyan edilme zorunluluğu bulunmaktadır. Ancak BRIC fonumuz Türkiye'de kurulmuş bir fondur. Fonumuz aracılığı ile yapılan yatırımlardan elde edilen getiriler aynen diğer yatırım fonlarımızda olduğu gibi sadece %10 stopaja tabidir ve beyan zorunluluğu bulunmamaktadır. Yatırımcılar BRIC fonunu minimum 1000 adet olarak yatırım portföylerine alabilirler ki bu da yaklaşık 10 TL gibi çok az bir miktar ile yurtdışı ülke borsalarına yatırım yapılabilme imkânını sunar.

BRIC fonu, hisse senedi yatırımlarına aşına olan, yurtdışı piyasalara ilgi duyan ve BRIC ülkelerinin yüksek potansiyeline inanan yatırımcılar için ideal bir alternatif yatırım aracıdır.

Fonun Adı	Akbank T.A.Ş. Franklin Templeton B.R.I.C. Ülkeleri B Tipi Yabancı Menkul Kıymetler Fonu
Fonun Tipi	B Tipi
Fonun Türü	Yabancı Menkul Kıymetler Fonu
Fon Kuruluş Tarihi	16.11.2009
Fon Halka Arz Tarihi	29.01.2010
Önerilen Vade	Uzun vade (6 ay ve üzeri)
Fonun Para Birimi	Türk Lirası
Karşılaştırma Ölçütü	MSCI BRIC (TL) Endeksi
Strateji Bant Aralığı	%70-100 Yabancı Hisse Senedi
Amacı	Fon ağırlıklı olarak BRIC(Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) ülke borsalarında işlem gören şirketlere yatırım yapar. Hisse senetlerine yüksek oranda yatırım yapılarak ve hisse senedi piyasasındaki fırsatlardan yararlanılarak uzun vadede tasarrufların büyümesi hedeflenir. Fon kısa vadeli piyasa dalgalanmalarını ön planda tutmaksızın, uzun vadeli getiri ve büyümeyi amaçlar.
Kurucu	Akbank TAŞ
Portföy Yöneticisi	Ak Portföy Yönetimi AŞ
Alt Yöneticisi	Templeton Asset Management Ltd.
Saklayıcı Kuruluş	Citibank International Plc.
Fon Büyüklüğü (TL)	48,626,814 – 25 Mart 10 itibariyle
Toplam Pay Sayısı	50,000,000,000
Dolaşımdaki Pay Sayısı	4,449,017,000 – 25 Mart 10 itibariyle
Yönetim Ücreti (Yıllık Yüzde)	2.25
En Az Alınabilir Pay Adedi	1000

Özel Sektör Borçlanma Araçlarına İlişkin TÜSİAD Girişimleri

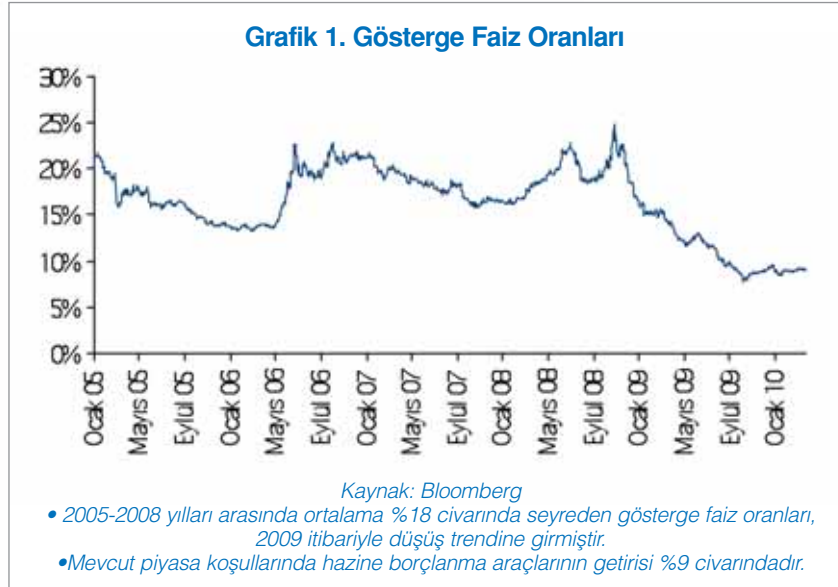
TÜSİAD olarak 2008 sonundan itibaren ve 2009 yılı boyunca gelişmesine önemle destek sağlanması gerektiğine inandığımız özel sektör borçlanma araçları ihracı konusunu, başlıca gündem maddelerimizden biri haline getirdik ve bu konuda Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu olarak gerek SPK'ya ilettiğimiz mektuplarımızda gerekse ikili görüşmelerimizde bu piyasada ihtiyaç duyulan öncelikli düzenlemeler hakkında görüşlerimizi ve önerilerimizi ilettik. TÜSİAD tarafından atılan bu adımların ve özel sektörün ihtiyaçlarının SPK nezdinde dikkate alınarak birçok düzenlemenin hayata geçirilmiş olması hem memnuniyet verici hem de bizim bu tür görüş ve önerilerimizi iletmekle ilgili cesaretimizi artırıcı olmuştur.



Bulduğumuz noktada Türkiye'nin içinde bulunduğu düşük faiz ortamı, SPK'nın son derece kararlı şekilde hayata geçirdiği düzenlemelerle ihraç prosedürü ve maliyetlerinin avantajlı hale gelmiş olması ve şirketlerin eskisi kadar uygun koşullarda banka kredisi temin edemediği ortamda fon ihtiyaçları için tahvil ihracına yönelme opsiyonunu değerlendirmeye daha yakın olması gibi etkenler, bu piyasanın gelişmesine imkan verecektir. Son dönemde Akfen Holding tarafından tamamlanmış olan arz türünde ve özellikle büyük holding, şirket ve bankalarca 500 milyon TL mertebelerine ulaşan miktarlarda gerçekleştirilecek ihraçlar; borçlanma araçları piyasasının arzu edildiği şekilde büyümesine, buna bağlı olarak ikinci el piyasasında tatminkar hacimlere ulaşılmasına ve artan olumlu örneklerle diğer potansiyel ihraççıların da harekete geçmesine teşvik edici olacaktır.

"Özel Sektör Borçlanma Araçları" hakkında grubumuzca gerçekleştirilen çalışmalar neticesinde SPK'ya iletmış olduğumuz temel hususlar aşağıdaki şekildedir:

- Kurumsal yatırımcı talebinin teşviki,
 - Emeklilik ve yatırım fonlarının portföylerine alımla ilgili tabi oldukları sınırlamaların hafifletilmesi
 - Aracı kurumlar için borsaya kote olmamış borçlanma senetleri üzerinde ayırmak zorunda oldukları karşılıklara ilişkin yüksek oran yükümlülüğünün hafifletilmesi
 - Kurumsal yatırımcılar nezdinde bu borçlanma araçlarının niteliklerine ve ihraçlarına ilişkin geçerli kuralların uygulaması konusunda bilinirliğin sağlanması
 - "İkincil piyasa"nın gelişimi için gerekli düzenlemelerin yapılması,
 - Fiyat tespiti ve likidite için "piyasa yapıcılığı" sisteminin getirilmesi
 - İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda özel sektör borçlanma senetlerinin işlem hacmi belli bir seviyeye ulaşana kadar işlem maliyetlerinin süreli düşük tutulması
- Bu ürünlerin likit hale gelmesi ve fonlanmasını sağlamak üzere repo-ters repo işlemlerine konu olmasını sağlayacak adımların atılması,
- Borçlanma araçlarının "teminat" olarak kullanılabilmesi,
- Yatırımcılar tarafından borçlanma araçlarının riskinin ölçülmesi



“ Halka arz yöntemiyle gerçekleşen ve Borsaya kote olan ihraçlarda son düzenlemeler öncesinde de kısıtlamalar olmasına karşın; bugüne kadar kurumsal yatırımcı talebinin gereken düzeyde gerçekleşmediği, söz konusu sermaye piyasası araçlarının uzun süredir kullanılmaması nedeni ile yeterince tanınmadığı görülmektedir. ”

“ Gelişmiş sermaye piyasalarında özel sektör borçlanma araçlarının en önemli fon sağlayıcısı olan kurumsal yatırımcıların ülkemizdeki durumuna bakıldığında, bu işlevlerini tam olarak yerine getiremedikleri görülmektedir. ”

sine imkan sağlamak amacıyla ihraççı firmalar için derecelendirme sisteminin getirilmesi,

> İhraççı maliyetini yükselten unsurlardan “SPK harçları” ve “vergi” konusuna ilişkin olumsuzluğun giderilmesi,

> Potansiyel ihraççıların bilgilendirilmesi ve bu ürünün kullanılmasına ilişkin eksik bilgi giderilerek teşvik edilmesi için organize bir çalışmanın planlanması,

> Özel sektörün ve özellikle gelirleri döviz üzerinden olan firmaların “döviz bazlı tahvil ihracı” talep ve ihtiyaçlarının göz önüne alınması; firmaların hem finansman ihtiyaçlarını bu yolla karşılarken, hem de belirli kur risklerine karşı kendilerini korumalarına da yardım edecek olan döviz bazlı tahvil ihracı imkanının sağlanması.

2008 yılı sonunda SPK'ya yukarıda ilettiğimiz düzenleme görüş ve önerilerimizi takip eden günlerde; 21 Ocak 2009 tarih ve 27117 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren Seri II No:22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”de görüş-

lerimizin önemli bir kısmına yer verilmiş ve öncelikle ihraç süreci olmak üzere, hitap edilen yatırımcı kitlelerine ilişkin önerilerimiz doğrultusunda düzenlemeler getirilmiş olması, çalışma grubumuz ve piyasadaki kurumlar tarafından olumlu karşılanmıştır. Daha önce her aracın ayrı bir tebliğ altında düzenlendiği mevzuat, söz konusu yeni tebliğ ile birlikte tüm borçlanma araçlarını aynı tebliğ altında toplayan bir yapıya kavuşmuş; borçlanma araçlarının Kurul kaydına alınma süreci ile ihraçları esnasında yaşanan birçok sıkıntı aşılmıştır. Bunun yanında ikincil piyasa likiditesinin artırılmasına ve dövizle ihraca ilişkin SPK ile birlikte düzenleyici olacak Merkez Bankası ve Hazine gibi kurumlarla çalışmaların devam ettiği anlaşılmış; ayrıca ihraç maliyetlerini kısıtlayıcı bazı ilave düzenleme önerilerimizin ise ilerleyen aşamalarda hayata geçirilebileceği öngörülmüştür.

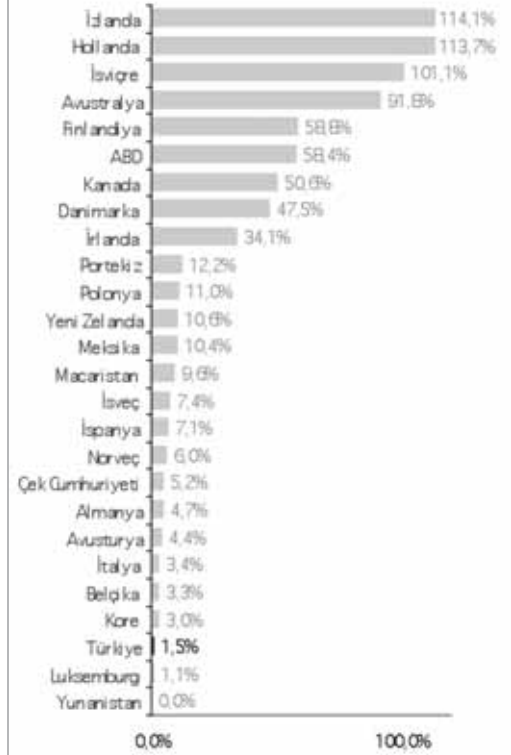
Nitekim 2009 yılı içinde SPK tarafından yürürlüğe konmaya devam edilen ilave düzenlemeler, özel sektör borçlanma araçları ihracı konusunda TUSİAD olarak eksikliğini paylaştığımız diğer konuların da önemli kısmını ele almıştır. Söz konusu ilave yasal düzenlemeler şöyle özetlenebilir:

1) Eylül 2009’da yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe giren Temmuz 2009 tarihli Kararname ile vadesine 2 yıldan az süre kalmış (2 yıl dahil) borçlanma aracı ihraçlarında SPK’ya ihraç değeri üzerinden ödenen ücret binde 1’e indirilmiştir.

2) Eylül 2009’da yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı ile halka açık ve kapalı şirketlerde tahvil ihraç limiti özkaynak ile bağlantı kurularak yükseltilmiştir.

3) Kasım 2009’da yürürlüğe giren

Grafik 2. OECD Ülkeleri Emeklilik Fonlarının Ülke GSYİH’sına Oranı (2008)



Tebliğ değişikliği ile “yatırım fonlarının borsada işlem görmeyen borçlanma araçlarına yatırım yapabileme” düzenlemesi getirilmiş ve bu da bizim yukarıda belirttiğimiz önerilerimizin içinde kuvvetle altını çizdiğimiz bir ihtiyaca cevap vererek, özel sektör tahvillerine talebi destekleyici bir düzenleme olmuştur.

4) “Özel sektör borçlanma araçlarının repo-ters repo işlemlerine konu olmasına” ilişkin düzenleme SPK İlke Kararı olarak 19 Şubat 2010 tarihinde ilan edilerek yürürlüğe girmiş ve bu konuda net kuralları belirleyen Tebliğ değişikliği 18 Mart 2010 tarihinde uygulamaya konmuştur.

5) 8 Mart 2010 tarihinde Resmi

Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Tebliğ değişikliği ile ise nitelikli yatırımcıya yönelik halka arz kavramı getirilmiş; ayrıca Kurul kayıt ve satış süreçleri kolaylaştırılmış ve ihraççıların halka arz edilecek borçlanma araçlarının İMKB Tahvil ve Bono Piyasası’nda işlem görmesi adına İMKB’ye başvuruları zorunlu hale getirilerek, likiditesinin sağlanmasına ilişkin düzenlemeye gidilmiştir. Bu son düzenlemeler de SPK’nın özel sektör tahvil ihraçlarını desteklemeye son derece kararlı olduğunu açık bir işarettir.

Yukarıda bahsedilen yasal düzenlemelerin yanı sıra SPK, TCMB ve Hazine Müsteşarlığı nezdinde yapmış olduğumuz girişimlerimizi dile getirmekte ve özel sektörün “döviz cinsi tahvil ihracını” mümkün kılacak düzenlemelerin değerlendirilmesinde bulunduğunu takip etmekteyiz.

Özel Sektör Borçlanma Aracı İhracının Artırılmasında Kurumsal Yatırımcı Talebinin Teşvikine Yönelik Öneri ve Gereksinimler

Gelişmiş sermaye piyasalarında özel sektör borçlanma araçlarının en önemli fon sağlayıcısı olan kurumsal yatırımcıların ülkemizdeki durumuna bakıldığında, bu işlevlerini tam olarak yerine getiremedikleri görülmektedir.

Buna örnek olarak, emeklilik fonlarının OECD ülkeleri kapsamında ekonomideki payları incelendiğinde; Türkiye’de GSYİH’ya oranının %1,5 civarında olduğu verisinden yola çıkarak, halen önemli ölçüde büyüme ve büyürken de ekonomiyeye katkı sağlama potansiyeli olduğu açıktır. Bu fonların desteklenmesi noktasında; ülke uygulamalarına bağlı olarak denetim ve portföy sınırlamaları nedeniyle, taşınan riskin sınırlarının belirlenmesinin ve kuv-

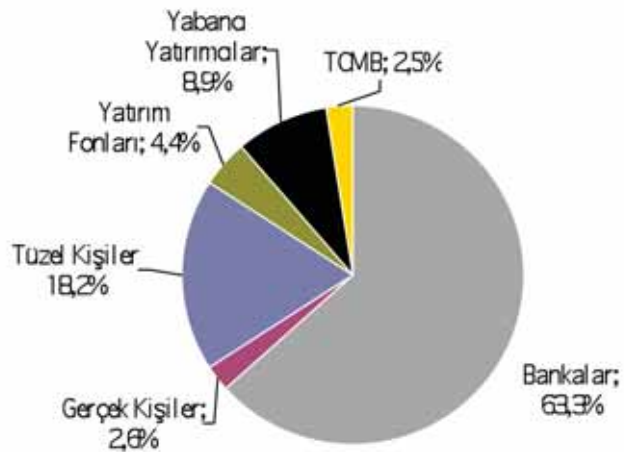
vetli kurumsal yönetim prensiplerinin içinden geçilen dönemi takiben daha da etkin olması gerektiği, risk ve kontrol mekanizmalarının doğru ve güvenilir olmasının önemi ma-lumdur. Ancak aynı zamanda portföy yönetiminin, etkin ve geniş seçeneklerin değerlendirilmesine imkan verecek uygun düzenlemelere tabi olmasının da önemli ve gerekli olduğunu düşünmekteyiz.

Mart 2010’da yürürlüğe giren Tebliğ değişikliği ile halka arz edilen borçlanma araçlarının İMKB Tahvil ve Bono Piyasası’nda işlem görmek üzere başvuruda bulunmasının zorunlu hale gelmesi ve nitelikli yatırımcılara yönelik olarak halka arz yoluyla satış yapılabilmesi imkânı ile birlikte İMKB bünyesinde açılacak ve sadece nitelikli yatırımcıların işlem yapabileceği borçlanma araçlarına ilişkin Pazar için getirilen düzenlemeler, emeklilik fonları için devam eden sorunlara kısmen çözüm sağlamakla birlikte;

halen emeklilik fonlarının faaliyetlerini düzenleyen tebliğde yapılması beklenen değişiklikler kapsamında borsa dışı araçlara işlem yapabilmelerine ilişkin esneklik talebi devam etmektedir.

Halka arz yöntemiyle gerçekleşen ve Borsaya kote olan ihraçlarda son düzenlemeler öncesinde de kısıtlamalar olmamasına karşın; bugüne kadar kurumsal yatırımcı talebinin gereken düzeyde gerçekleşmediği, söz konusu sermaye piyasası araçlarının uzun süredir kullanılmaması nedeni ile yeterince tanınmadığı görülmektedir. Bu piyasanın gelişimi için büyük, saygın kuruluşların büyük hacimli ihraçlar gerçekleştirilmesi ve etkin tanıtımlar yapılarak kurumsal yatırımcılar başta olmak üzere tüm yatırımcıların bilinçlendirilmesi, olumlu örneklerin artmasıyla cazip getirili ve likit bu enstrümanlara ilginin sağlanmasının sermaye piyasalarının gelişimi açısından önemini tekrar altını çizmek isteriz.

Grafik 3. İMKB’de işlem gören özel sektör borçlanma araçlarına sahip olan yatırımcılar (Ocak 2010)



• Ocak 2010 itibarıyla İMKB’de işlem gören TL 207 milyar tutarındaki tahvil ve finansman bonosunun %5’lik bölümü yatırım fonlarında bulunurken, %63’lük kısmı bankaların portföyünde yer almaktadır.

Türkiye’de Özel Sektör Borçlanma Araçlarının İhracına İlişkin Değerlendirme



Yeni yılın ilk üç ayında gerçekleşen ilgi, önümüzdeki dönem özel sektör borçlanma aracı ihraçlarının gündemde yoğunluğunu koruyacağına dair beklentileri daha da güçlendirmektedir.

2006 yılından bu yana borçlanma araçlarına ilgi-deki sınırlı artış, 2009 yılında faizlerin düşmesi ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) yaptığı düzenlemeler ile ivme kazanmıştır. Özel şirket borçlanma araçlarının önümüzdeki dönemde hem yatırımcılar hem de şirketler için cazip bir menkul kıymet olarak öne çıkacağı tahmin edilmektedir. Tahvil ihracı yoluyla şirketler yeni ve daha düşük maliyetli kaynak imkanına sahip olurken, yatırımcılar da hazine bonosu-

na göre daha yüksek faizli bir enstrümana kavuşmaktadır.

Türkiye’de 80’li yılların sonunda ve 90’lı yılların başında özel sektöre kaynak aktarımında önemli rol oynayan özel sektör borçlanma araçları, Hazine’nin borçlanma gereksiniminin artması, yüksek reel faiz ve vergi etkisi ile sermaye piyasalarımızdaki rolünü kaybetmiştir.

2001 krizi sonrasında ise Türkiye’nin girdiği yeni yapısal süreç, enflasyondaki düşüş ve nihayetinde 2006 yılında özel sektör tahvilleri-

lerinden alınan stopajın Hazine’nin ihraç etmiş olduğu borçlanma senetlerinden alınan stopajla eşitlenmesi ile özel sektör borçlanma araçlarının sermaye piyasalarına kazandırılması için yeni bir fırsat yakalanmıştır.

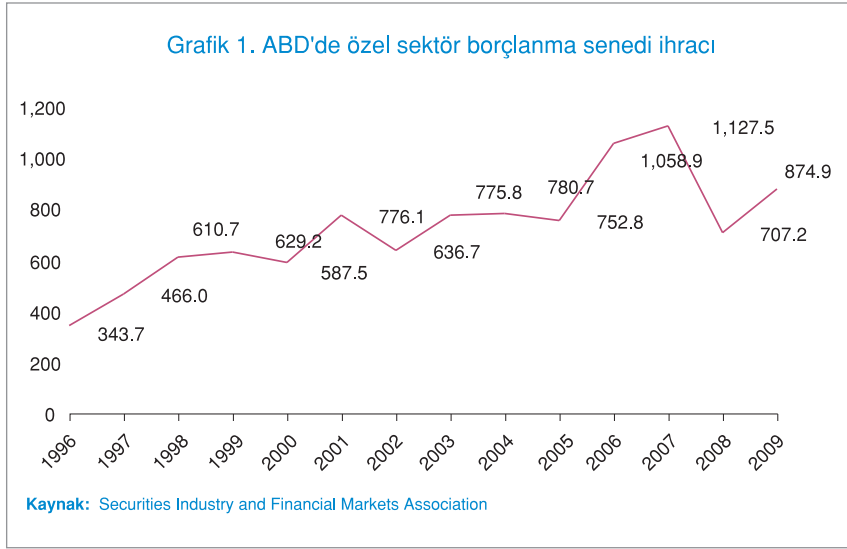
Banka kredisi yerine özel sektörün doğrudan finansman sağladığı özel sektör borçlanma araçlarının kullanımı, uluslararası finansal krizler esnasında bankacılık sektörüne olan bağımlılığı azaltması ve özel sektörün risk yönetimi ve fon kaynakları-



nın artırılması ile ekonomilere önemli katkı sağlamaktadır. İçinde bulunduğumuz ekonomik konjonktürde ise kredi piyasasında yaşanan daralma şirketler için alternatif finansman kaynaklarının önemini artırmaktadır. Kredi kaynaklarındaki daralmanın yanı sıra, faiz oranlarındaki düşüş, borçlanma araçları cephesinde ise vergi eşitsizliğinin giderilmesi ve ihraç prosedürlerinin basitleştirilmesi gibi düzenlemelerle, özel sektör tahvil ihraçları yatırımcılar ve şirketler için son derece cazip bir enstrüman haline gelmiştir.

Şirketler açısından alternatif bir finansman kaynağı yaratan özel sektör borçlanma araçlarını yatırımcılar açısından en cazip kılan özelliği, sağladığı göreceli yüksek getiri imkanıdır.

Hazine tahvil/bonolarında yıllık yüzde 8.5-9.0 seviyelerine gerileyen getirilere kıyasla, özel sektör tahvillerinin devlet borçlanma araçlarına kıyasla 2-3 puan kadar ilave getiri sağlayacağı öngörülmektedir.



Ülkeler Bazında Hisse Senetleri ve Tahvillerin GSYİH İçindeki Payının Karşılaştırılması (Eylül 2009)

	GSYİH ¹ (bn ABD\$)	Borçlanma Araçları Toplamı		Hazine Tahvil/Bonoları		Özel Sektör Borçlanma Araçları		Hisse Senetleri ¹	
		Miktar (ABD\$)	GSYİH içindeki payı (%)	Miktar (ABD\$)	GSYİH içindeki payı (%)	Miktar (ABD\$)	GSYİH içindeki payı (%)	Miktar (ABD\$)	GSYİH içindeki payı (%)
Arjantin	328,4	57,1	17,4	46,6	14,2	7,5	2,3	52,2	15,9
Brezilya	1.612,5	1.226,7	76,1	801,6	49,7	8,2	0,5	590,2	36,6
Meksika	1.086,0	350,2	32,2	206,3	19,0	27,8	2,6	232,4	21,4
Çin	4.326,2	2.412,7	55,8	1.415,8	32,7	299,2	6,9	2.794,7	64,6
Hindistan	1.217,5	553,7	45,5	492,1	40,4	16,5	1,4	645,3	53,0
Endonezya	514,4	85,3	16,6	77,2	15,0	4,2	0,8	98,8	19,2
Kore	929,1	1.071,3	115,3	425,6	45,8	325,2	35,0	494,3	53,2
Malezya	194,9	180,4	92,5	86,3	44,3	54,1	27,8	187,1	96,0
Tayland	260,7	174,8	67,1	120,3	46,1	51,5	19,8	102,7	39,4
Çek Cumhuriyeti	216,5	117,5	54,3	95,0	43,9	5,7	2,6	48,9	22,6
Türkiye	794,2	217,0	27,3	216,6	27,3	0,4	0,1	117,5	14,8
Güney Afrika	276,8	132,3	47,8	81,4	29,4	20,6	7,4	491,3	177,5
ABD	14.204,3	25.104,5	176,7	9.151,9	64,4	2.822,5	19,9	11.732,8	82,6
Japonya	4.909,3	11.601,7	236,3	9.704,8	197,7	784,0	16,0	3.220,5	65,6
İngiltere	2.645,6	1.566,1	59,2	1.141,8	43,2	21,9	0,8	1.851,9	70,0
Almanya	3.652,8	2.926,8	80,1	1.560,6	42,7	345,8	9,5	1.106,8	30,3
İtalya	2.293,0	3.769,9	164,4	2.053,6	89,6	497,9	21,7	520,5	22,7
İspanya	1.604,2	2.071,2	129,1	703,9	43,9	730,9	45,6	946,5	59,0

Kaynaklar: Dünya Bankası Gelişmişlik İstatistikleri, BIS Quarterly Review Mart 2010
1 Dünya Bankası Gelişmişlik İstatistikleri, 2008 sonu verisi.

Türkiye ve Dünyada Borçlanma Araçlarının Sermaye Piyasalarındaki Yeri

Sermaye piyasalarının temel enstrümanları olan hisse senetleri ve özel sektör borçlanma araçlarının ülkemiz sermaye piyasalarında toplam 118 milyar dolara ulaşan derinliği, hazine tahvil/bonoları ile karşılaştırıldığında, hazine tahvil/bonolarının 216 milyar dolar ile finans piyasalarına açık ara fark ile hakim olduğu gözlenmektedir. Öte yandan hisse senetleri ve özel sektör borçlan-

ma araçları kendi içlerinde değerlendirildiğinde ise ülkemiz sermaye piyasalarının neredeyse tümüyle hisse senedi bazlı olarak tek taraflı çalıştığı sonucu ortaya çıkmaktadır. Türkiye'de özel sektör borçlanma aracı ihraçları uzun bir aradan sonra yeniden gündeme gelirken; gelişmiş ülkelerde özel sektör borçlanma araçları piyasalarının oldukça büyük olduğu gözlenmektedir. Şirketlere yüksek miktarda ve uzun dönemli finansman imkanı sağlayan özel sektör borçlanma senetleri ABD'de ilk kez 1900'lerin başında demiryollarının tahvil ihraç ederek

“ Borçlanma araçları piyasasının beklenen imeyi, likidite ve ilgiyi kazanmasında mühim bir gerekliliğin, gerçekleşen ihraç miktarlarının artması olduğuna inanmaktayız. ”

piyasadan doğrudan borçlanması ile gerçekleştirilmiştir. Bunda demiryollarının kamuoyu tarafından prestijli ve güvenilir bir şirket olarak algılanmasının yanı sıra göz önünde ve kısmen takip edilebilen varlıklara sahip olmasının katkısı olmuştur. ABD’de özel sektör borçlanma araçlarının piyasa derinliği 2009 yılında 2,8 trilyon dolara ulaşmıştır. Yakın dönem incelendiğinde 1996 yılından bu yana 2,5 kat artarak 2009 yılında 875 milyar dolar ihraç tutarına ulaşan özel sektör borçlanma araçları piyasasının halen gelişim trendi içinde olduğu söylenebilir. Dünyanın en büyük bira üreticisi ve Budweiser markasının sahibi Anheuser-Busch InBev’in 2009 yılında tek başına ihraç ettiği borçlanma aracı tutarı 8 milyar dolar olmuştur. Mart ayı itibarıyla ise DirectTV 3 milyar dolar ile 2010 yılında en yüksek miktarda borçlanma gerçekleştiren şirket olarak karşımıza çıkmaktadır. Örnek verdiğim bu şirketler, gelişmiş ülke piyasalarında borçlanan pek çok diğer şirket gibi yüksek borç miktarlarına 30 yıllık uzun vade yapıları ile ulaşmayı başarmaktadır.

1997 yılında yaşanan Asya Krizi, özel sektörün finansman ihtiyacının sadece bankalar tarafından karşılandığı ekonomik yapıların risklere

oldukça açık olduğunu göstermiştir. Banka finansmanına bağımlı olarak işleyen ekonomilerde, finansal kriz esnasında bankacılık sektöründe yaşanan sıkıntıların ekonominin geneline yansması önlenemez.

Asya krizinde yaşanan deneyimler sonrası gelişmekte olan ülkelerde hükümetler, yurt içi özel sektör borçlanma araçlarının gelişmesini desteklemektedir. Bu destekle birlikte gelişmekte olan ekonomilerde yurt içi özel sektör borçlanma araçları piyasası 2003 yılında yaklaşık 300 milyar dolardan Eylül 2009 itibarıyla 850 milyar dolara ulaşmıştır.

Birçok gelişmekte olan sermaye piyasasında özel sektör borçlanma araçları stoku Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)’nin ortalama %2-3’ünü, gelişmiş ülkelerde %20-50’sini oluştururken Türkiye’de bu oran %1’in altındadır. Kore, Malezya ve Tayland gibi gelişmekte olan piyasalar incelendiğinde ise, bu ülkelerde özel sektör borçlanma piyasasının oldukça gelişmiş ve GSYİH’nin %20-30’una ulaşmış olması dikkat çekicidir. 1997 yılında 53 milyar dolar olan Kore özel sektör borç piyasasının 2009 yılında 325 milyar dolar hacme sahip olma-

sı ise, teşvik ve doğru planlama ile borçlanma araçları piyasalarının yüksek derinlik ve işlevselliğe kavuşabileceğine iyi bir göstergedir.

Türkiye’de Gerçekleşen İhraçlar ve Beklentiler

Gelişmekte olan ekonomiler tarafından teşvik edilen ve önümüzdeki yıllarda küresel piyasalarda artışı beklenen özel sektör borçlanma araçları, Türkiye’de de ekonomik konjonktürün uygunluğu ve yasal düzenlemelerin sağlanması ile ivme kazanmıştır. Ocak 2006–Mart 2010 döneminde beş tanesi halka arz, 16’sı tahsisli olmak üzere toplam 21 özel sektör tahvil ve finansman bonosu ihraçı gerçekleştirilmiştir.

Garanti Yatırım 2006 yılında piyasada öncü rol oynayarak, ihraçında aracılık hizmeti sağladığı Koç Tüketici Finansmanı ve Kart Hizmetleri tahvilinin halka arz işlemi ile başlamak üzere; 2006-2010 döneminde toplam 525 milyon TL tutarında yedi adet tahvil ihraçında aracılık hizmeti vermiştir.

Bu borçlanma aracı ihraçlarından 2006 yılında 100 milyon TL ve 2008 yılında 150 milyon TL olmak üzere

Garanti Yatırım tarafından ihraçında aracılık hizmeti verilen borçlanma araçları			
Şirket İsmi	İhraç Edilen Kıymet	Yıl	İhraç Tutarı (mn TL)
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	T	2006	100,0
Koç Tüketici Finansman A.Ş.	F	2007	60,0
Koç Tüketici Finansman A.Ş.	F	2007	105,0
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	T	2008	150,0
Bank Pozitif A.Ş.	T	2009	50,0
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	T	2010	30,0
Koç Tüketici Finansmanı A.Ş.	F	2010	30,0
Toplam			525

T: Tahvil, F: Finansman Bonosu

toplam iki Koç Tüketici Finansmanı tahvili halka arz edilmek suretiyle ihraç edilmiştir.

Piyasa geneline baktığımızda 2009 yılında Pamuk Factoring, Koç Tüketici Finansmanı, Bank Pozitif, SGT Sanayi'den oluşan dört şirket toplam dokuz adet 190 milyon lira tutarında tahvil ihraç ederken; 2010 yılının Ocak-Mart döneminde ikisi Koç Tüketici Finansmanı'na ait olmak üzere, Koç Fiat ve Akfen'e ait toplam 210 milyon liralık dört adet ihraç gerçekleştirilmiştir.

Yeni yılın ilk üç ayında gerçekleşen ilgi, önümüzdeki dönem özel sektör borçlanma aracı ihraçlarının gündemde yoğunluğunu koruyacağına dair beklentileri daha da güçlendirmektedir.

Borçlanma araçları piyasasının beklenen ivmeyi, likidite ve ilgiyi kazanmasında mühim bir gerekliliğin, gerçekleşen ihraç miktarlarının artması olduğuna inanmaktayız.

Bugüne kadar gerçekleşen 100-150 milyon TL'lik arzların yerine 500 milyon TL mertebelerine ulaşan ve sektörlerinde önemli piyasa paylarına sahip saygın Türk şirketlerince gerçekleştirilecek ihraçların bu konuya önderlik etmesini umuyor ve teşvik ediyoruz.

Özel sektör borçlanma araçlarına olan ilginin son dönemde bu derece artmasında SPK'nın 2009-2010 yıllarında gerçekleştirmiş olduğu düzenlemelerin katkısı yadsınamaz.

Başvuru prosedürlerinin 1,5 ay gibi bir süreye indirilip, basitleştirilmesi, ihraç ücretlerinin azaltılması, ihraç limitlerinin artırılması ve yatırımcı tabanının yatırım fonlarına açılması gibi birçok kayda değer düzenleme hayata geçirilmiştir.

SPK tarafından uygulamaya alınan bir başka önemli gelişme de özel sektör tahvillerinin repoda kullanılması olmuştur.

Böylece devlet kağıtları repoda kullanılırken, özel sektör borçlanma senetlerinin kullanılmaması ve hatta bankalar için kredi sayılmasının yarıttığı büyük eşitsizlik de aşılmıştır.

Ancak yasal düzenlemelerin yanı sıra potansiyel ihraççıların bilgilendirilmesi ve bu ürünün kullanılmasına ilişkin eksik bilgilerin giderilmesi amacıyla organize bir çalışmanın yürütülmesi, borçlanma araçlarının yaygınlaşması açısından atılması gereken bir diğer önemli adım olarak karşımıza çıkmaktadır.

Getiri avantajının yanı sıra özel sektör borçlanma araçları hem yatırımcılara hem de şirketlere birçok farklı fırsat sunan bir menkul kıymet olarak önümüzdeki dönemde daha da cazip hale gelecektir.

“Yasal düzenlemelerin yanı sıra potansiyel ihraççıların bilgilendirilmesi ve bu ürünün kullanılmasına ilişkin eksik bilgilerin giderilmesi amacıyla organize bir çalışmanın yürütülmesi, borçlanma araçlarının yaygınlaşması açısından atılması gereken bir diğer önemli adım olarak karşımıza çıkmaktadır.”

Yatırımcılar açısından özel sektör tahvilleri

- **Yüksek getiri:** Aynı vade yapısına sahip devlet tahvillerine kıyasla daha yüksek getiri sağlar.
- **Sabit getiri:** Sabit getiri hedefleyen yatırımcılar için alternatif bir yatırım aracıdır.
- **Çeşitlilik:** Değişik sektör ve özellikteki firmalara yatırım olanağı sağlar, farklı risk/getiri seçenekleri sunar.
- **Alacak önceliği:** Şirketin iflası halinde tahvil sahiplerinin hisse senedi sahiplerine oranla alacak önceliği bulunmaktadır.
- **“Sıfır Kâr/Zarar Riski”:** İhraççı şirketin kâr/zarar riskine katılım söz konusu değildir.

Şirketler açısından özel sektör tahvilleri

- **Uygun maliyet:** Hisse senedi ihracına kıyasla daha düşük maliyetler söz konusudur.
- **Uzun vade olanağı:** Tek bir defada yüklü miktarda uzun vadeli borçlanma imkanı sağlar.
- **Oy verme/ortaklık hakkı tanıması:** Özellikle Türkiye'de çokça rastlanan aile tipi şirketlerin halka arz sonucu bünyelerine yeni ortak almaları ile ortaya çıkabilecek sorunlar, tahvil ihracında yaşanmamaktadır.
- **Pazarlama fırsatı ve prestij:** Şirketin prestijini artırıp, imajını güçlendirmektedir.
- **Teminat gerektirmemesi:** Banka kredilerindeki teminat zorunluluğu bulunmamaktadır.

Dünyada kriz sonrası gündemi

Kurumsal Yatırımcı artık her sayısında yabancı bir varlık yöneticisi ile yapılan röportaja yer verecek. Bu sayfanın ilk konuğu Credit Suisse Asset Management Baş Danışmanı Robert Parker oldu. Parker, dünyada varlık yöneticileri ve danışmanlarının kriz sonrası gündemi ve beklentilerine ilişkin sorularımızı cevapladı.

Röportaj Güzin Övünç

Kurumsal Yatırımcı - Credit Suisse Asset Management hakkında bilgi verebilir misiniz? Global strateji ve vizyonunuz nedir? Yönetim ve dağıtımını yürüttüğünüz toplam aktif miktarı ne kadardır?

Robert Parker - Credit Suisse'in Varlık Yönetimi işleri sektörümüzün dört alanına odaklanma konusunda net bir stratejiye sahiptir:

- Çeşitli varlık sınıflarından oluşan yatırım ürünleri. Bu ürünlerin yatırım performansları global portföy dağılımına göre belirlenmektedir.
- Geliştirilmiş endeks ve endeks

ürünleri

- Gelişmekte olan piyasalardaki işlerimiz
- Alternatif yatırım araçları işlerimiz

Alternatif işlerimiz emtia, hedge fonlar, girişim sermayesi, gayrimenkul, altyapı, sigorta sektörüyle bağlantılı yatırımlar ve sorunlu kredileri kapsıyor. Gelişmekte olan piyasalardaki işlerimize örnek olarak, Çin ve Ortadoğu'daki ortak girişimlerimiz ve Brezilya'daki çok başarılı yatırım faaliyetlerimizi gösterebiliriz. Endeksli ürün yelpazemiz müşteri taleplerine göre şekillenirken, çeşitli varlık sınıflarından oluşan yatırım ürünleri yelpazemizde, her türlü varlık sınıfını kapsayan ürünler yer alıyor. Ge-

lişmekte olan piyasalara odaklanmamız bu piyasalarda uzun vadeli büyüme potansiyeli ve fırsatlar öngörme-mizden kaynaklanıyor. Felsefemiz ve vizyonumuz, uzun vadeli yatırım trend ve temalarının saptanması ve müşterilerimize, bu temalara uygun yatırım fırsatlarının kendi şart ve ihtiyaçlarına uygun bir şekilde sunulmasına dayanıyor. Yönetimimiz altındaki aktif miktarı 416 milyar İsviçre frangıdır, ancak bu meblağa Credit Suisse Özel Bankacılık bölümü dahil değildir. Bu bölümün yönetiminde bulunan 900 milyar İsviçre frangı büyüklüğündeki aktiflerle birlikte CS Group olarak yönettiğimiz toplam aktif miktarı 1,3 trilyon İsviçre frangını aşmaktadır.

Kurumsal Yatırımcı Gelişen Piyasalar yatırım stratejiniz ve portföy dağılımlarınız açısından Türk piyasalarını nasıl değerlendiriyorsunuz?

Robert Parker - 2009 sonunda gelişen piyasalardaki risklerimizi azaltmış olmakla birlikte, özellikle 2010 yılının Ocak ayı ve Şubat ayının başlarındaki düzeltmenin ardından yeniden pozisyon açma sürecindeyiz. Gelecek 3-5 yıl için öngörümüz ekonomik büyüme ve şirket kârları potansiyelinin, gelişen piyasalarda gelişmiş piyasalara göre çok daha yüksek olduğu yönündedir. Özellikle Türkiye'nin kaydettiği ilerleme, altyapı sektörü ve Asya, Ortadoğu ve Avrupa arasında artan ticaretten yararlanan sektörler başta olmak üzere çok olumludur. Türkiye'de artan tüketici harcamalarından olumlu etkilenen diğer sektörler de caziptir.

Kurumsal Yatırımcı Global kriz sonrasında varlık yöneticileri değişen ortama nasıl tepki veriyorlar? Farklı ürünler mi yoksa yeni piyasalar/yeni varlık sınıfları mı arıyorlar? Ya da tamamen yeni bir varlık yönetim tarzına mı yöneliyorlar?

Robert Parker Global ekonomik ve mali krizin ardından varlık yöneticilerinin yoğunlaştığı alanlar şunlar: Gelişen piyasalar ve sınır piyasalar başta olmak üzere yeni piyasalar; bu piyasalar bugün likit olmayabilir ancak likidite konusunda örneğin sigorta bağlantılı menkul kıymetlerde iyileşme trendlerinin görüldüğü piyasalardır; örneğin hedge fonlar ve girişim sermayesi için yetersiz ve etkin olmayan piyasalar; portföy dağılım tavsiyeleri ve müşteri talebine uygun ürünler ve uzun vadeli tematik yatırımlar (örneğin alternatif enerji, sağlık, tarım sektörü ve altyapı).

Kurumsal Yatırımcı Değişen şartlarda yatırım danışmanlarının rolü ve yatırım yöneticileriyle ilişkileri nasıl olacak? Yatırım ürünleri

pazarlamacılığı mesleği gelecek yıllarda şiddetli değişimlere uğrayacak mı?

Robert Parker Yatırım danışmanlarının rolünü tanımlamak zorlaşıyor çünkü bunların birçoğu varlık yönetimi ürünleri sunmaya yönelirken varlık yöneticilerinin birçoğu müşterilerine stratejik portföy dağılımı tavsiyeleri sunuyorlar. Hizmet verilen kişilerin çıkar çatışmalarına ve tam bir şeffaflık şartına tabi olmakla birlikte bu trend devam edecektir. Yatırım ürünlerinin pazarlanması, giderek artan oranlarda, üçüncü taraf dağıtıcılar ve pazarlama alanında uzmanlaşan şirketlerin işi haline gelirken, varlık yöneticileri asıl işleri olan yatırım performansını artırmak ve müşterilerine katma değer sağlamak konularına odaklanıyorlar.

Kurumsal Yatırımcı Finans sektöründe risk yönetimine giderek daha fazla önem veriliyor. Bir finans kurumunda risk bilinci ve risk yönetim kültürünün önemi ve kurumda yerleştirme yollarından bahsedermisiniz?

Robert Parker Risk yönetimi her zaman kritik öneme sahip olmuştur ve Credit Suisse'te portföy dağılımı risk modellerine göre belirlenir. Risk yönetimi ise uç olasılıklar, stres testi ve asimetrik risk, yani aşağı ve yukarı yönlü riskler arasındaki oran konularına da yoğunlaşmalıdır. Ayrıca, piyasa dışı risk yönetimi de önemlidir ve özellikle yönetim riski ve karşı taraf riski gibi konulara odaklanır.

Kurumsal Yatırımcı Kriz yatırımcı güvenini büyük ölçüde sarstığı için artık yatırımcılar daha şeffaf kuruluşlar arıyorlar. Yatırımcıların değişen davranışları konusunda sizin ne tür gözlemleriniz var?

Robert Parker 2008 yılında yatırımcı aktiflerinin nakit ve devlet tahvillerine kaymasının da gösterdiği gibi yatırımcı güveni sarsıldı. 2009'un ikinci yarısında



Robert Parker
Baş Danışman
Credit Suisse Asset Management

“ Gelecek 3-5 yıl için öngörümüz ekonomik büyüme ve şirket kârları potansiyelinin, gelişen piyasalarda gelişmiş piyasalara göre çok daha yüksek olduğu yönündedir. Özellikle Türkiye'nin kaydettiği ilerleme, altyapı sektörü ve Asya, Ortadoğu ve Avrupa arasında artan ticaretten yararlanan sektörler başta olmak üzere çok olumludur. ”

ve 2010 yılında bugüne kadar yatırımcıların hisse senetleri ve kredi ürünlerine yönelik güvenleri yeniden geliyor ancak varlık yönetimi şirketlerinin yatırım süreçlerinde tamamen şeffaf olmaları ve birinci sınıf bir risk yönetimi sergilemeleri gerekiyor.

Avrupa'nın Zayıf Ekonomileri ve Euro

Yunanistan'ın yanı sıra Portekiz, İtalya, İrlanda ve İspanya da borç sorunu ile karşı karşıyalar. Bu ülkelerin ortak özelliklerine baktığımızda, bütçe açıklarının ve borç stoklarının 2009 yılında çok hızlı arttığını görüyoruz.



1 951 yılında altı ülke tarafından Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu adı altında temelleri atılan Avrupa Birliği, aradan geçen yaklaşık 50 yılda üye ülke sayısını 27'ye yükseltti. Bunun yanı sıra üye ülkeler arasında önce Gümrük Birliği sağlandı. Son aşamada ise parasal birlik konusunda çalışmalar başladı. Bunun neticesinde 1 Ocak 1999 yılında Euro, ortak

para birimi oldu. Günümüzde 16 ülke Euro'yu kullanmaktadır. Ortak para birimi kullanmaya başlayan bu ülkeler, para politikaları ile ilgili haklarını yeni kurulan Avrupa Merkez Bankası'na devrederken, mali politikalar ile ilgili haklarını kendileri kullanmaya devam ettiler. Üye ülkeler para politikaları ile haklarından vazgeçerken, dünya ticaretinde geçerli olan bir para birimini kullanmanın getirdiği avantajlardan

yararlandılar. Bu avantajların başında düşük faiz oranı ile borçlanmak vardı. Nitekim AB'ye daha geç üye olan ve göreceli olarak daha az sanayileşmiş ülkeler, dönem içerisinde Euro'yu kullanmanın getirdiği olumlu algılamaya ile daha çok doğrudan yabancı sermaye çekerken, borçlanma maliyetlerinde de düşüşler yaşadılar. Bu olumluluk ile ekonomilerinde hızlı büyüme oranlarını yakaladılar.

2007 yılı sonunda ABD'de başlayan global ekonomik kriz, tüm dünyayı olduğu gibi Avrupa bölgesini de olumsuz etkiledi. Bu noktada hükümetler krizin etkisini azaltmak amacıyla, hem parasal hem de mali genişleme politikaları uygulamaya başladılar. Avrupa Merkez Bankası da bu süreçte kısa vadeli faiz oranını %1'e kadar indirdi. Ülkeler ise değişik boyutlarda olmakla birlikte, ayrı ayrı genişleyici maliye politikalarını yürürlüğe koydular. Bu mali politikalar sonrası ülkelerin bütçe açıkları ve borç stoklarında önemli derecede artışlar yaşanmaya başladı. Bu noktada Euro bölgesi ülkelerinden Yunanistan'ın muhasebe hileleri ile ülkenin mali durumunu olduğundan çok daha iyi gösterdiği ortaya çıktı. Yunanistan'da ortaya çıkan bu durum, AB üyesi ülkelerin mali kurallara uyumunun denetimi ile ilgili soruların ön plana çıkmasına neden oldu. 2009 yılında Yunanistan'ın bütçe açığının milli gelire oranı %12.7'ye, borç stokunun oranı ise %113.4'e yükseldi. İşsizlik oranı %7.6'dan %9.5'e çıktı. Bu ortamda her ne kadar Euro'yu kullansa da Yunanis-



Hüseyin Gayde

Arastırma Müdür Yardımcısı
İs Portföy Yönetimi A.Ş.

tan devletin kamu borçlarını sürdürülebilirliği tartışılmaya başladı. Kredi derecelendirme kuruluşları 2009 yılı başında A olan Yunanistan'ın kredi notunu BBB-ye indirdiler.

Yunanistan AB içerisinde mali sorun yaşayan tek ülke değil. Yunanistan'ın yanı sıra Portekiz, İtalya, İrlanda ve İspanya da borç sorunu ile karşı karşıyalar. Bu ülkelerin ortak özelliklerine baktığımızda, bütçe açıklarının ve borç stoklarının 2009 yılında çok hızlı arttığını görüyoruz. Ayrıca, yüksek işsizlik oranlarına sahipler. Dönem içerisinde gayrimenkul kaynaklı yabancı yatırımlardaki artış nedeniyle, hızla bir büyüme oranı yakaladılar. Ancak gayrimenkul fiyatlarında yaşanan düşüşler sonrasında, olumsuz ekonomik koşullar ile karşı karşıya kaldılar. Nitekim Yunanistan'dan sonra Mart ayı içerisinde Portekiz'in kredi notu da Fitch tarafından AA'dan AA-'ye düşürüldü. Yunanistan'da yapılan seçim sonrası iktidara gelen yeni hükümet bütçe harcamalarını kısma, gelirlerini ise artırma yönünde çok sert önlemler uygulamaya koydu. Uygulamaya konan önlemler ile bütçe açığının milli gelire oranının yaklaşık dört baz puan azaltılması öngörülmektedir.

Günümüzde Euro bölgesinin karşı karşıya kaldığı sorun, yaşanan bu güven problemini nasıl aşacağıdır. Krizin ABD kaynaklı olması ve Euro faizinin ABD dolarının faizinin üzerinde ol-

masından dolayı Euro, ABD doları karşısında 2006 sonunda 1.32 seviyesinden, Kasım 2009 sonunda 1.50 seviyesine kadar yükseldi. Fakat, topluca PIIGS diye anılan bu ülkelerdeki mali sorunların gün ışığına çıkması ile birlikte Euro'ya yönelik güvensizlik artmaya başladı. AB ülkeleri Yunanistan'a nasıl yardım edileceği konusunda uzun bir süre ortak bir karara varamadılar. Karşılarında ahlaki sorun (moral hazard problem) vardı. Eğer Yunanistan AB fonları ile iflastan korusa, ileride diğer üye ülkelerin de benzer uygulamalara gitme riskinin ortaya çıkma ihtimali olacaktır. Bu çerçevede başta Almanya olmak üzere AB üyesi ülkeler Yunanistan'a yardım yapılması konusunda isteksiz davrandılar. Yapılan görüşmelerden sonra Yunanistan'a IMF ile ortak yardım yapılması konusunda anlaşmaya varıldı. İhtiyaç duyması halinde Yunanistan, üyesi olduğu IMF'den piyasa oranlarının altında bir faiz ile kaynak kullanabilecektir. Eğer ilave kaynak gerekirse AB fonları da devreye girecektir. Fakat Avrupa Merkez Bankası Başkanı Jean-Claude Trichet, Yunanistan'a piyasa faizinin altında bir orandan kaynak kullanılmayacağını açıkladı. Bu süreçte Euro'ya olan güvensizlik Euro'nun, ABD doları karşısında hızla gerilemesine neden oldu. Kasım 2009'dan bu yana geçen dört ayda Euro/USD paritesi 1.35'in altına geriledi.

Yunanistan'ın yanı sıra diğer üye ülkeler de bütçe önlemleri almaya başladılar. Ama bir tarafta artan işsizlik ve ekonomik durgunluk ile mücadele ederken, öte yandan sıkı maliye politikaları uygulamaya çalışmak, bu ülkeler açısından önümüzdeki dönemin oldukça sancılı geçmeye aday olduğuna işaret etmektedir. Önümüzdeki yıllar Avrupa Birliği'nin gerçekten kolektif ve etkili bir yapı olup olmadığını bize gösterecektir.

“Yunanistan'ın yanı sıra diğer üye ülkeler de bütçe önlemleri almaya başladılar. Ama bir tarafta artan işsizlik ve ekonomik durgunluk ile mücadele ederken, öte yandan sıkı maliye politikaları uygulamaya çalışmak, bu ülkeler açısından önümüzdeki dönemin oldukça sancılı geçmeye aday olduğuna işaret etmektedir.”

Bütçe Dengesinin Gayri Safi Milli Hasılaya Oranı													
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AB Ort.	-2.6	-1.9	-1.0	0.6	-1.4	-2.5	-3.1	-2.9	-2.4	-1.4	-0.8	-2.3	
İrlanda	1.1	2.4	2.7	4.8	0.9	-0.4	0.4	1.4	1.7	3.0	0.3	-7.2	
Yunanistan	:	:	:	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-2.9	-3.7	-7.7	-12.7
İspanya	-3.4	-3.2	-1.4	-1.0	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	1.0	2.0	1.9	-4.1	-11.4
İtalya	-2.7	-2.8	-1.7	-0.8	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.3	-3.3	-1.5	-2.7	-5.3
Portekiz	-3.5	-3.4	-2.8	-2.9	-4.3	-2.8	-2.9	-3.4	-6.1	-3.9	-2.6	-2.7	

Kaynak: Eurostat

Borç Stokunun Gayri Safi Milli Hasılaya Oranı													
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AB Ort.	68.3	66.4	65.8	61.9	61.0	60.4	61.8	62.2	62.7	61.3	58.7	61.5	
İrlanda	64.3	53.6	48.5	37.8	35.6	32.2	31.0	29.7	27.6	25.0	25.1	44.1	
Yunanistan	96.6	94.5	94.0	103.4	103.7	101.7	97.4	98.6	100.0	97.1	95.6	99.2	113.4
İspanya	66.1	64.1	62.3	59.3	55.5	52.5	48.7	46.2	43.0	39.6	36.1	39.7	55.2
İtalya	118.1	114.9	113.7	109.2	108.8	105.7	104.4	103.8	105.8	106.5	103.5	105.8	115.8
Portekiz	56.1	52.1	51.4	50.5	52.9	55.6	56.9	58.3	63.6	64.7	63.6	66.3	

Kaynak: Eurostat

Türkiye'nin Yeni Sermaye Piyasası Aracı

Aracı Kuruluş Varantları



Türkiye’de organize piyasadaki ürün gamının eksikliği, yatırımcıların kısa vadeli olması ve VOB tecrübesinden hareketle kaldıraçlı ürünlere ilginin yüksek olması, varantlara ilginin yüksek olacağına göstergesidir. Varantlarla birlikte, tezgahüstü piyasada sadece küçük bir yatırımcı kitlesinin erişimine açık olan opsiyon ve yapılandırılmış araçlar tüm yatırımcıların erişimine açılmış olacaktır.

Bireysel ve kurumsal yatırımcılara, aracı kurumlara, bankalara, İMKB’ye, kısaca sermaye piyasasının tüm katılımcılarına önemli avantajlar sağlayacak varantları bu yazımızda tanıtmayı amaçlıyoruz. Türkiye’deki ilk yabancı ihraççı statüsünde olan Deutsche Bank’ın Türk varant piyasasına

bakışını da özetlemeye çalışacağız.

Varant Nedir?

Varantlar, hisse senetlerine ucuz ve risk kontrollü yatırım imkanı sağlayan menkul kıymetlerdir. Teknik açıdan varantlar menkul kıymetleştirilmiş opsiyonlardır. Varantlar ucuzdur çünkü piyasada işlem gören “değer”, bir alma ya da satma hak-

kını temsil etmektedir. Bu hak, tipik olarak varantın dayandığı varlığın küçük bir kesri değerindedir. Bu değer, opsiyon dünyasında opsiyon primine karşılık gelir. Varantlar risk kontrollüdür çünkü yatırımcılar tüm sermayelerini değil sadece ödedikleri primi riske atarak hisse senetlerinde beklentilerine yatırım yapmaktadır.



Albert Krespin
Direktör / Hisse Senedi Piyasası Türev Ürünler
Deutsche Bank

Bir bakışta varantların özellikleri:

1. Tüm sermayeyi riske atmadan yatırım
2. Hem yükselen hem de düşen piyasaya yatırım yapma
3. İki yönde de kaldıraç sağlayarak, yatırımcılara beklentileri yönünde kaldıraçlı yatırım
4. Yatırımcıların kaybı ödedikleri prim ile (varantın değeri) sınırlıdır.
5. İMKB'de işlem görürler, aynen hisse senedi gibi alınıp satılırlar. Açığa satış imkanı yoktur, bu yüzden teminat gerekmez.
6. Yatırım bankaları ve finansal kuruluşlarca ihraç edilir.
7. Yatırımcılar varant ihraççısının kredi riskini taşırlar.
8. Ürün yelpazesi çok geniştir.
9. Piyasa yapıcılığı sayesinde yatırımcıların likidite riski en alt düzeydedir.

Varant yatırımcısının dikkate alması gereken riskler:

1. Varantların bir vade sonu vardır, beklentiler fiyatlara yansımada vade sonu gelebilir.
2. Kaldıraç iki yönde de çalışır, yatırımcılar kısa sürede ciddi kayıplara uğrayabilirler, hatta varant yatırımlarının tamamını kaybedebilirler, varantların değeri sıfıra inebilir.

3. Yine de vade içinde dayanak varlığın beklenen yönde hareket etmesi durumunda, kayıpların kısmen ya da tamamen telafisi mümkündür.

Neden Varant Piyasası? Uluslararası Örnekler

Varantlar aslında çok daha geniş "yapılandırılmış araçlar piyasasının" büyük bir alt kümesini oluşturmaktadır. Başta Almanya olmak üzere, İsviçre, İtalya, Avusturya, Hong Kong, Singapur ve Güney Afrika gibi ülkelerde bu piyasa başarılı şekilde işlemekte ve büyümektedir. Varantlar, yapılandırılmış araçlar uzayında risk getiri profili açısından daha kısa vadeli riskli araçlar kategorisinde değerlendirilmektedir. Global piyasalardaki ürün sayılarını incelediğimizde en çok ilgi gören ürünler, varantlardır.

Türkiye'de organize piyasadaki ürün gamının eksikliği, yatırımcıların kısa vadeli olması ve VOB tecrübesinden hareketle kaldıraçlı ürünlere ilginin yüksek olması, varantlara ilginin yüksek olacağını göstermektedir. Varantlarla birlikte, tezgahüstü piyasada sadece küçük bir yatırımcı kitlesinin erişimine açık olan opsiyon ve yapılandırılmış araçlar tüm yatırımcıların erişimine açılmış olacaktır. Türkiye'de ilk defa yatırımcılar hisse senetleri üzerine düşen piyasada da yatırım yapabileceklerdir.

Başarılı Bir Piyasa İçin Üç Temel Sac Ayağı

Uluslararası başarılı örneklerde varant piyasasıyla ilgili üç özellik ön plana çıkıyor: Ürün çeşitliliği, piyasa yapıcılık (likidite sağlama) ve eğitim faaliyetleri.

Ürün çeşitliliği: Varantlar bir opsiyon gibi davranırlar; bu yüzden dayanak varlıktaki gelişmelere oldukça duyarlı yatırım araçlarıdır. Piyasa koşulları değiştikçe ve vade sonu yaklaştıkça, farklı vade sonları ve farklı kullanım fiyatları olan farklı varantların piyasaya sürülmesi gerekecektir.

Böylece farklı risk profillerine ve ihtiyaçlara hitap eden ürünler, aynı anda piyasada bulunacaktır. Örneğin bir Arçelik hissesi üzerine iki farklı vadede, üç farklı kullanım fiyatlı toplam altı adet ALIM ve bir o kadar da SATIM varantı aynı anda işlem görebilir.

Dayanak varlıklardaki çeşitliliği ve farklı ihraççıları da gözönüne alırsanız, yüzlerce hatta binlerce ürünün aynı anda piyasada işlem görebileceği gerçeği ortaya çıkacaktır.

Deutsche Bank, bu çeşitliliği süpermarket yaklaşımıyla açıklamaktadır. Başarılı bir piyasada ihraççılar, raflarını dolu tutmalı ve daha talep oluşmadan ürünleri raflarında sergileyebilmelidirler.

Piyasa yapıcılığı: Süpermarket benzetmesinden devam edersek, raftaki her ürünün bir fiyat etiketi de olmalıdır. Etiketler, piyasa koşullarına uygun olarak sürekli güncellenmelidir. Zira yatırımcıların bu ürünleri güncel fiyatlardan alıp satma rahatlığına sahip olmaları gerekir. Piyasa yapıcılığının önemi burada ortaya çıkmaktadır. Piyasa yapıcılığı, hem ürünlerin gerçekçi fiyatları konusunda piyasayı yönlendirmekte, hem de bu fiyatlar civarından müm-

“ SPK, İMKB, MKK ve Takasbank'ın sağladığı başarılı mevzuat ve teknolojik altyapıda, bu yıl sonuna kadar 15-20 kadar farklı dayanak varlıkta yüzlerce varantın piyasada işlem görmesi mümkün gözükmektedir. ”

kün olduğunca dar makasla alım satım imkanını sağlayarak likidite riskini en aza indirmektedir.

Eğitim faaliyetleri: İhraççılar ve diğer piyasa katılımcıları (aracı kurumlar, İMKB...) gönüllü olarak yatırımcıların eğitimine destek vereceklerdir. Bu amaçla, yazılı ve görsel basın, İnternet gibi ortamlar üzerinden yatırımcıların eğitimi için kampanyalar düzenlenecektir. Seminerler, paneller, broşürler ve eğitim dokümanları aracılığıyla sürekli yatırımcılara dönük eğitim çalışmaları yapılacaktır. Yatırımcıların genel bilgi düzeyi zaman içinde hızla artacaktır.

Deutsche Bank'ın Rolü

Deutsche Bank ilk uluslararası ihraççı olarak global bilgi birikimini ve tecrübesini Türkiye'ye taşımaktadır. Banka, üç yıldan uzun bir süredir gerçekleştirdiği çalışmalar ve yatırımlarla, yukarıda bahsedilen kritik başarı faktörleri ışığında, Türkiye'de sağlıklı işleyen bir varant piyasasının oluşması için katkıda bulunmaktadır. Bu piyasada ilk yabancı ihraççı olarak öncü rolünü sürdürmeyi amaçlamaktadır.

Sayıları yüzlere hatta binlere çıkabilecek bu kadar farklı sayıda üründe piyasa yapıcılığı yapmak bir teknoloji ve tecrübe işidir. Deutsche Bank çeşitli piyasalarda işlem gören 45,000 civarında varantın ihraççısıdır. Banka, bu altyapıyı Türkiye'ye taşıyarak öncü rolünü desteklemektedir.

SPK ve İMKB'nin Rollerini

SPK ve İMKB, uluslararası başarılı örnekleri Türkiye'ye uyarlayarak sağlıklı bir altyapının oluşması için gerekli ortamı sağlamışlardır. SPK'nın Aracı Kuruluş Varantları Tebliği (Seri 3, madde 37) ihraççı olma kriterlerini yüksek tutması, ürün çeşitliliğinin artmasına destek olması ve hızlı ürün ihracına imkan tanınması (raf kaydı sistemi) açısından

“ Piyasanın hareketlerine göre, ilk ayın sonunda 50 ürüne, yıl sonuna kadar da 200'ün üzerinde Deutsche Bank varantını piyasada görmek mümkün olacaktır. Diğer ihraççılarla bu sayı daha da artabilir. ”

piyasanın büyümesine destek olmaktadır. İMKB'nin Kotasyon ve Piyasa Yapıcılığı Kuralları, uluslararası örneklerden başarılı bir şekilde Türk piyasasına uyarlanmıştır.

SPK, İMKB, MKK ve Takasbank'ın sağladığı başarılı mevzuat ve teknolojik altyapıda, bu yıl sonuna kadar 15-20 kadar farklı dayanak varlıkta yüzlerce varantın piyasada işlem görmesi mümkün gözükmektedir.

Piyasanın Başlaması - İlk Aşamada Piyasaya İhraç Edilecek Ürünler

Varant piyasasında ilk ürünlerin Mayıs ayı içinde işleme başlaması öngörülmektedir. Bu başlangıç tarihi, sadece bir tahminden ibarettir, kesinlikle bir taahhüt niteliğinde değildir.

SPK tebliği kapsamı ilk aşamada İMKB 30 hisseleri, bu hisselerden oluşturulabilecek özelleştirilmiş sepetler ve İMKB endeksleri üzerine varant ihraç edilmesine izin vermektedir. Deutsche Bank olarak ilk aşamada İMKB-30 içerisindeki en büyük ve en likit beş hisse senedi ve İMKB-30 endeksi üzerine yazılmış birer ALIM ve SATIM varantlarıyla piyasaya çıkmayı düşünmekteyiz. Dayanak varlıkların seçilmesinde likidi-

te ve piyasa değerinin yanı sıra sektörel çeşitliliğe de dikkat etmekteyiz.

Daha ilk günden piyasada 12 adet Deutsche Bank varantı görmek mümkün olabilir (5 hisse + 1 endeks, her bir dayanak için bir ALIM ve bir SATIM varantı). Kısa sürede dayanak sayısını 10'a, yıl sonuna kadar da likiditesi yüksek tüm dayanak varlıklara ürün gamımızı genişletmek arzusundayız. Piyasanın hareketlerine göre, ilk ayın sonunda 50 ürüne, yıl sonuna kadar da 200'ün üzerinde Deutsche Bank varantını piyasada görmek mümkün olacaktır. Diğer ihraççılarla bu sayı daha da artabilir.

Varantların Fiyatlaması

Gerek vade içindeki gerekse de vade sonundaki davranışları açısından varantların opsiyonlardan bir farkı yoktur. Opsiyon fiyatlamasında geçerli olan altı temel değişken varantlar için de kullanılmaktadır.

1. Dayanak varlık spot fiyatı
2. İçsel oynaklık (implied volatility)
3. Kullanım fiyatı
4. Vadeye kalan gün
5. Faiz oranı
6. Temettü beklentisi

Varant piyasasında İMKB kuralları gereği, işlemler ancak piyasa yapıcısı kotasyon aralığında gerçekleşmektedir. Bu yüzden varantların fiyatlamasında ihraççının ileriye dönük beklentileri (oynaklık, temettü ve faiz) önem kazanmaktadır. Bu beklentilerden en önemlisi içsel oynaklıktır. İhraççının içsel oynaklık beklentisi, varant fiyatlarının şekillenmesinde önemli rol oynamaktadır.

Kısa vadede oynaklığın çok değişmediği durumlarda (özellikle aynı gün içerisinde) varant fiyatının en önemli belirteci dayanak varlık spot fiyatıdır. İhraççılar dayanak varlıktaki anlık hareketleri varant fiyatlarına yansıtarak piyasa yapıcılığı, çoklu fi-

yatlı, sürekli müzayede sistemiyle kotasyon vereceklerdir.

Yatırımcıların aldığı riskler

Varant yatırımcıları piyasa riski, likidite riski, karşı taraf riski, vade riski ve baz riski gibi riskler almaktadırlar. Biz özellikle kurumsal yatırımcılar için önemli olduğunu düşündüğümüz karşı taraf riskine dikkat çekmek istiyoruz. Varant özelinde yatırımcılar ihraççının yükümlülüklerini yerine getirememesi riskini almaktadırlar.

Karşı taraf riski vade içinde piyasa yapıcılığı kalitesinin olumsuz etkilenmesine sebep olabilir. Daha önemlisi, yatırımcılar vade sonunda ihraççının yükümlülüklerini yerine getirememesi riskiyle karşı karşıya kalabilirler. SPK tebliği bu nedenle ihraççıların seçiminde haklı olarak bazı yüksek standartlar tanımlamıştır. Yatırımcılar aldıkları karşı taraf riskini ölçerken riske attıkları varant priminin büyüklüğünü de gözönüne almalıdırlar.

Varantlarda yatırım stratejileri

Kurumsal yatırımcılar varantları nasıl kullanabilir?

1. Piyasa beklentisine dönük yatırım amaçlı kullanmak: Yatırımcılar beklentileri doğrultusunda dayanak varlığın yukarı ya da aşağı yöndeki hareketine varant kullanarak sınırlı riskli yatırım yapabilirler.

2. Piyasa beklentisine dönük yatırım için kaldıraç kullanmak: Yatırımcılar beklentileri doğrultusunda dayanak varlığın yukarı ya da aşağı yöndeki hareketine kaldıraç kullanarak yatırım yapabilirler. Serbest fonlar için uygun olabilir.

3. Riskten korunma (portföyün sigortalıması): Bir hisse sepetini elinde tutan yatırımcı, örneğin endeks üzerine bir SATIM varantı alarak piyasadaki olası düşüşlerden korunabilir. Varant primi bir anlamda sigorta primi gibi değerlendirilmelidir.

“ Deutsche Bank olarak ilk aşamada İMKB-30 içerisindeki en büyük ve en likit beş hisse senedi ve İMKB-30 endeksi üzerine yazılmış birer ALIM ve SATIM varantlarıyla piyasaya çıkmayı düşünmekteyiz. ”

4. Nakit yaratma – karı realize etme – dayanak varlığı satıp aynı dayanak varlık üzerine ALIM varantı almak: Elinde karlı bir hisse pozisyonu tutan yatırımcı, bu hisseleri satıp elde ettiği sermayenin küçük bir kısmını ALIM varantları yatırarak, yukarı yöndeki performans ortak olmaya devam ederken cebine karını koyabilir.

5. 90 / 10 stratejisi – sermaye garantili ürününüzü yaratın: Bir yatırımcı sermayesinin %10'unu ALIM ya da SATIM varantlarına yatırıp, geri kalan %90'ı bono da değerlendirerek sermaye koruması sağlayabilir. Opsiyon kısmının sürekli güncellenen fiyatının olması bu portföyün alım satımını kolaylaştırır.

Varantlarla ilgili açıklığa kavuşturulması gereken konular

Vergi: Varantlar halihazırdaki kanunlara göre %10 stopaja tabi olabilir. Varantların hisse senedi benzeri bir ürün olması, hisse senedi yatırımcıları tarafından kullanılacak olması nedeniyle hisse senedi gibi vergilendirilmesini önermekteyiz. Bu konuda gerek İMKB ve SPK'nın gerekse de ihraççıların varantlarla ilgili mevzuatın açıklığa kavuşturul-

ması yönündeki çabaları devam etmektedir.

Kurumsal yatırımcıların varanta yatırım yapması: Varantların bir opsiyon profiline sahip olmalarından ötürü fon izahnamelerinin gözden geçirilmesi gerekebilir. Açıklığa kavuşturulması gereken noktalar, ihraççı riski (karşı taraf riski), konsantrasyon limitleri, riskten korunma amaçlı işlemlerde bu limitlerin nasıl kullanılabiliridir. Bu konuda SPK'dan görüş beklemekteyiz.

Varantlar ve Sonrası

Halihazırda hisse senetleri ve İMKB endeksleriyle başlayacak olan piyasa sonraki aşamada, hem dayanak varlıkların çeşitlenmesi hem değişik kar zarar profillerinin piyasaya gelmesiyle oldukça zengin bir ürün çeşitliliğine kavuşabilir.

Dayanak varlık açısından ileride Türk hisse senetleri dışında, yabancı hisse senetleri ve diğer menkul kıymetleri, döviz (EUR/TL, USD/TL), emtia (pamuk, buğday), kıymetli maden (altın, bakır) vs gibi dayanak varlıklar üzerine varant çıkarılması söz konusu olabilecektir.

Kar zarar profili açısından varantları, daha kısa vadede knock-out / knock-in özelliği olan turbo varantlar, sertifikalar (sermaye korumalı, kupon ödeyen ve iskontolu) takip edebilir. Uluslararası piyasalardaki gelişmeler bu konuda önümüze ışık tutmaktadır.

Son Söz

Varantların Türk sermaye piyasasında bir dönüm noktası oluşturacağına inanmaktayız. Oldukça derin bir hisse ve bono piyasasına sahip ülkemizde, varantlarla ve sonrasında piyasa sunulabilecek ürünlerle beraber, ürün çeşitliliği hızlı bir şekilde artacaktır. Uzun vadede başta yatırımcılar olmak üzere, tüm piyasanın bu yeni piyasaya önemli faydalar sağlayacağına inanmaktayız.

Sorumlu Yatırım Prensipleri

Şirketlerin sadece hangi ürün ve hizmetleri ne kadar kaliteli ürettikleri ve günün sonunda ne kadar kar elde ettikleri değil, bu karı elde ederken sosyal sorumluluklarını ne kadar yerine getirdikleri de hepimiz için önemli.

Ekonomist Milton Friedman'a göre; herhangi bir işletmenin tek sorumluluğu vardır, o da karını maksimize etmektir. Kuşkusuz kurumların tek sorumluluğunun kar elde etmek olduğunu ileri süren bu argüman son derece katı görünüyor, ancak herhangi bir yatırımın ana amacının kar elde etmek olduğu da yadsınamaz bir gerçek olarak karşımıza çıkıyor. Diğer yandan aynı dünyanın kaynaklarını paylaşan bireyler olarak baktığımızda ise, farklı bir tanımlamaya ihtiyacımız olduğunu görüyoruz. Şirketlerin sadece hangi ürün ve hizmetleri ne kadar kaliteli ürettikleri ve günün sonunda ne kadar kar elde ettikleri değil, bu

karı elde ederken sosyal sorumluluklarını ne kadar yerine getirdikleri de hepimiz için önemli. Yani şirketlerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim ilkeleri (ÇSKY) açısından ne kadar yüksek standartlarda çalıştığı hepimizin yaşam kalitesiyle yakından ilgili. Birbiriyle çelişir gibi görünen bu iki konunun, karlılık ve sosyal sorumluluğun, birbirleriyle uyumlu hale gelmesi gerekiyor. Bir diğer deyişle, şirketler sosyal sorumluluklarını iş modellerine başarıyla entegre ederek yatırımcılarına daha yüksek getiri sağlayabilir hale gelebilmeliler. Bu konuda ülkelerin kendi başlarına inisiyatif kullanarak ÇSKY kriterlerini baz alan zorlayıcı kurallar koymasını ve kurumların hareket alanla-

rını kısıtlamasını beklemek hayalcilik olur. Sorumlu Yatırım Prensipleri (SYP) temel olarak bu iki argümanı birleştirmeye çalışan ülkeler üstü bir inisiyatif olarak karşımıza çıkıyor.

Sorumlu yatırıma ilişkin farklı tanımlar İMKB'de Ocak ayında gerçekleştirilen SYP Türkiye Çalıştayı'nda tartışıldı. Çalıştay, Türk yatırımcıların Birleşmiş Milletler (BM) destekli yürütülen SYP ağına dahil olmalarını sağlamaya yönelik olarak gerçekleştirildi. 2005 yılında BM Genel Sekreteri Kofi Annan, dünyanın önde gelen kurumsal yatırımcılarını sorumlu yatırım prensiplerinin geliştirilmesi için başlatılacak sürece davet etti. Ortaya çıkarılan prensipler 2006 yılında New York borsasında ilan edildi. Bu prensiplerin temel çıkış noktası kurumsal yatırımcıların bir araya gelerek ÇSKY kriterlerinin yatırım portföylerinin performansı üzerinde etkisi olabileceği konusunda ortak bir mutabakatı ortaya koymasıdır. Aşağıda yer alan prensiplerin giriş cümlesi, kurumsal yatırımcılar açısından bir hipokrat yemini olarak düşünülebilir.

"Kurumsal yatırımcılar olarak paydaşlarımızın uzun vadeli çıkarları doğrultusunda hareket etme sorumluluğunu taşıyoruz. Bu rolün yerine getirilmesi sürecinde ÇSKY kriterlerinin yatırım portföylerinin performansı üzerinde etkili olabileceğine inanıyoruz. Ayrıca, bu prensiplerin uygulanması yatırımcıları toplumun genel hedefleri ve çıkarları ile daha fazla uyumlu hale getirecektir. Bu açıdan müşterilerimizin çıkarları ile uyumlu olduğunu düşündüğümüz durumlarda sorumlu yatırım prensiplerini uygulayacağımızı taahhüt ederiz."

Sorumlu Yatırım Prensipleri aşağıda sıralanan altı maddeden oluşmaktadır;

1) ÇSKY kriterlerinin yatırım analizi ve karar alma süreçlerine entegre

edilmesi

2) Kurumsal yatırımcıların aktif hissedarlara dönüşerek, ÇSKY kriterlerini hissedarlık politika ve uygulamalarına entegre etmesi

3) Yatırım yapılan şirketlerden ÇSKY kriterleri ile ilgili gerekli açıklamaların yapılmasının talep edilmesi

4) Yatırım sektöründe SYP prensiplerinin kabul edilmesi ve uygulanması için çaba harcanması

5) Prensiplerin uygulanmasındaki etkinin artırılması için birlikte çalışılması

6) Her birimin bu prensiplerin uygulanması konusunda yapılanları ve gelişim durumunu raporlaması.

Türkiye'de bu çalıştay öncesinde atılmış olan adımları incelediğimizde, İMKB'nin 2007 yılında hayata geçirdiği İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) ön plana çıkıyor. Bu endeks Kurumsal Yönetim İlkelelerini uygulayan şirketlerin dahil edildiği bir endeks olarak tasarlanmıştır. Endeks İMKB 30 hisseleri arasında 12 hisseyi içermekle birlikte en yüksek piyasa değerine sahip ilk 10 hisseden yalnızca iki tanesi endeks kapsamında yer almaktadır. Başlangıçtan itibaren İMKB 30 endeksinden daha düşük bir performans sergileyen endeks, 2008 yılı sonundan itibaren bakıldığında ise performans olarak İMKB 30 endeksinin üzerinde bir getiri sağlamıştır.

Kurumsal yönetimin tanım olarak; sosyal sorumluluk çerçevesinin bir alt kalemi olarak düşünüldüğünü dikkate alırsak, Türkiye'deki şirketlerin gerek kurumsal yönetim gerekse sosyal sorumluluk konusunda yapacağı ilave bilgilendirmeler bu şirketlerin yatırımcılar tarafından daha detaylı bir şekilde değerlendirilmesine olanak sağlayacaktır. Bu açıdan te-



Ertunc Tümen
Genel Müdür Yardımcısı
Ak Portföy Yönetimi A.Ş.

mel gereksinim, şirketlerin ÇSKY uygulamaları konusunda yatırımcılar ile daha fazla bilgi paylaşmasının sağlanmasıdır. Bu konuda ülkemizdeki bir diğer örnek olan Akbank desteğinde Sabancı Üniversitesi'nin yürüteceği karbon saydamlığı projesi ise İMKB'de işlem gören ve İMKB-50 endeksine dahil şirketlerin karbon künyelerini çıkartarak, kurumsal yatırımcıların bilgilerine sunmayı amaçlıyor.

Şirketlerin, karbon salımlarını ve iklim değişikliğiyle ilgili politikalarını açıklamaya davet edileceği projenin ilk yıl sonuçları, 2010 yılının son çeyreğinde açıklanacak.

Bu örneklerin geliştirilmesi, SYP prensiplerinin Türkiye'de tüm boyutlarıyla hayata geçirilmesi ve kurumsal yatırımcıların bu konuda gerçek bir yaptırım gücüne sahip olabilmesi, ancak kurumsal yatırımcıların tasarruf sahipleri ile reel sektör arasında sermaye aktarım sürecinde dikkate değer bir oyuncu haline gelmesi ile mümkün olabilecektir. Bu açıdan öncelikle kurumsal yatırımcıların güçlendirilmesi için yeni bir hukuki altyapıya ihtiyaç duyulduğu aşikardır.

İKLİM DEĞİŞİKLİĞİ, BİLİM ve FİNANSI BİRLEŞTİREN BİR GİRİŞİM:

KARBON SAYDAMLIK PROJESİ

(CARBON DISCLOSURE PROJECT)

2002 yılında başlatılan CDP, küresel sera gazı salımlarını bir risk faktörü olarak dikkate almak isteyen ve şirketlerin iklim değişikliği riski ve fırsatlarını nasıl yönettiklerini açıklamalarını talep eden, uluslararası yatırımcılar tarafından kurulan dünyanın en saygın iklim değişikliği projelerinden birisi.



Bu yazıda TKYD üyelerine ve paydaşlarına 2010 yılından itibaren Türkiye'yi de kapsamı içine alan Karbon Saydamlık Projesi (CDP)'nin dayandığı temelleri, finansal piyasalar için yaratabileceği faydaları ve bu temellerin sorumluluk ve meslek etiği ile ilişkisini açıklamaya çalışacağım. Ama her şeyden önce Türkiye hamiliğini üstlendiğimiz projeye verdiği destek için TKYD'ye

Üniversitemiz adına içtenlikle teşekkür etmek isterim. Farkında olduğunuz gibi, sera gazı salımlarının yarattığı iklim değişikliği hem kurumların karşı karşıya kaldıkları riskler ve fırsatlar açısından, hem de nesiller arası eşitlik ve adalet değerlerine dayanan etik sorumlulukları harekete geçirdiği için giderek artan ölçüde gündemi işgal ediyor. Çevre duyarlılığının şirketlere ve ülkelere rekabet dezavantajı yaratma-

ması için ve salımların bir ülkeden diğerine taşarlanmaması için teşvik edici ve kapsamlı küresel inisiyatiflere ihtiyaç var. Benim görüşüme göre, küreselleşmenin itici gücü olan finans sektörü, kaynağı nereden gelirse gelsin tüm dünyayı tehdit eden iklim değişikliği risklerini yönetmekte önemli bir rol oynama potansiyeline sahip. ABD'nin yıllardır sürdürdüğü politikaların Obama yönetimi tarafından de-

ğişmesi ile birlikte, iklim değişikliği konusunda bir milat yaşadığını düşününler arasındayım. Kopenhag zirvesini de dile getirdiği amaçların kapsamı ve niteliği açısından olumlu görüyorum. TKYD üyelerini ilgilendiren konumuzla ilgili bazı gelişmelere değinmek istiyorum:

- ABD'nin sermaye piyasalarını düzenleyen kurulu SEC, 27 Ocak'ta hisseleri ABD borsalarında işlem gören şirketlerden iklim değişikliği ile ilgili riskleri yatırımcılara açıklamalarını istedi. SEC bu risklerin başında, eyalet bazında ve ulusal çapta düzenlemelerin geldiğine işaret etti ama bununla yetinmedi ve şirketleri, uluslararası anlaşmalardan kaynaklanan risklere karşı da uyardı. Dahası iklim değişikliğinin yol açabileceği dolaylı risklere dikkat çekti. Bu karardan kısa bir süre önce Aralık 2009'da, Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Konferansı (United Nations Climate Change Conference) ve Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırımlar inisiyatifi (UN PRI) yayınladıkları mektupla, tüm kurumsal yatırımcıları ve piyasa düzenleyicilerini ekonomilerin düşük karbonlu ve etkin kaynak kullanımına dayanan bir yapıya dönüşmesinde rol oynamaya çağırıyordu.
- SEC'in açıklamasını takiben, Mercer yatırım araştırmaları şirketi, Carbon Trust, CalPERS, CalSTRS ve IFC'nin de aralarında bulunduğu 14 finansal sermaye sağlayıcı ile birlikte, muhtemel iklim değişikliği senaryolarının değişik coğrafi bölgelerde 2030-2050 döneminde yaratacağı risk ve fırsatları araştırmaya başladıklarını açıkladı. Sermaye piyasaları üzerinde bu kapsamda bir proje ilk defa yapılıyor. Mercer geçen sene CDP ile birlikte kurumsal yatırımcılar üzerinde yaptıkları araştırma raporunda, kurumsal yatırımcıların %82'sinin iklim değişikliğini önemli bir risk olarak algıladığını raporlamıştı.
- Bütün bunlar olurken İklim Değiş-

“*Proje Türkiye'nin dahil olması ile birlikte gelişmekte olan önemli bir ülkeyle ilgili verileri ve analizleri bu kapsama dahil ederek, yerel ve uluslararası yatırımcılara Türkiye şirketlerinin çevre performansı üzerine önemli bilgiler verecek ve bunu önemseyen fonlara IMKB şirketlerinin de dahil olmasına aracı olacak.*”

şikliği Kurumsal Yatırımcılar Grubu özel yatırımcılar için de bir İklim Değişikliği Rehberi yayınladı (A Guide on Climate Change for Private Equity)

- Diğer yandan kriz sonrası, kurumsal yatırımcılar üzerinde aktif/ sorumlu yatırımcılar olmaları doğrultusunda finansal sermaye sağlayıcılar (asset owners) tarafından yapılan baskılar arttı ve kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerin genel kurullarında oy kullanmaları ve oylarının doğrultusunu gerekçelendirmeleri istendi.
- Küçük paylara sahip kurumsal yatırımcıların şirketleri disipline etmeye yönelik kolektif davranışları için UNPRI bir 'clearing house' olma-ya hazırlanıyor.

Bütün bunlar Karbon Saydamlık Projesi Türkiye lansmanının ne kadar zamanlı olduğunu gösteriyor. Projenin açılışını Mercer'in kapsamlı araştırmasına bilimsel katkı sağlayacak olan Grantham İklim Değişikliği Enstitüsü başkanı Prof. Nicholas Stern yaptı. 2002 yılında başlatılan CDP, küresel sera gazı salımlarını



Prof. Dr. Melsa Ararat
Sabancı Üniversitesi
Kurumsal Yönetişim Forumu Direktörü

bir risk faktörü olarak dikkate almak isteyen ve şirketlerin iklim değişikliği riski ve fırsatlarını nasıl yönettiklerini açıklamalarını talep eden, uluslararası yatırımcılar tarafından kurulan dünyanın en saygın iklim değişikliği projelerinden birisi. CDP iklim değişikliği olgusunun piyasa mekanizmaları kullanılarak yönetilmesini teşvik ediyor. Basit ama güçlü bir temele dayanıyor: ekonomik aktivitelerin dışsal etkileri, ancak bu etkilerin boyutu ve niteliği bilinirse, yönetilebilir. Ben ve bazı meslektaşlarım Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetişim Forumu'nda uzunca bir zamandır şirketlerin bilgilendirme politikaları, kamuya açıklama performansları ve saydamlık üzerinde çalışıyoruz. Karbon Saydamlık Projesine olan il- gimiz ve sahip çıkma arzumuz bu alanda veri toplama, doğrulama, değerlendirme ve analiz etme yetkinliğimize olan güvene dayanıyor. Projenin finansmanını Akbank sağladı. Ernst & Young Türkiye ofisi ise Türkiye Raporu'nun yazılmasında proje ortağı oldu. İklim değişikliği konusunda bilimin zor ve belirsizlikler içeriyor olması, uygulanması gereken politikalar, ayrılması gereken kaynaklar, kimin hangi maliyetleri üstleneceği gibi konularda hararetli tartışmalara yol

vermekte. Bilimsel tartışmalardaki farklılıklar iki konuya odaklanmış durumda;

- İklim değişikliklerinin kontrol altına alınması için önerilen projelerin 200 yıl sonraki faydalarının bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılacak iskonto oranları (düşük iskonto oranlar daha radikal bir yaklaşımı, yüksek iskonto oranlar daha yavaş bir yanıtı haklı kılmakta),
- İklim değişikliklerinin sera gazları salınmasına karşı duyarlılığını tahmin etmekte kullanılan yöntem, yani sıcaklıktaki marjinal artışların muhtemel felaketlerin boyutları ile ilişkisinin modellenmesi.

Tartışmalar sürse de, bilişim adamları arasında iklim değişikliğinin insan aktivitesine dayandığı ve önlem alınmazsa felaketlere yol açma olasılığının %80 dolaylarında olduğu konusunda bir mutabakat var. Bu olasılık hesabı yasa koyucuları, düzenleyicileri ikna etmiş olsa ki başta Avrupa ve gelişmekte olan ülkeler olmak üzere yoğun bir kanun yapma ve düzenleme çabası sürmekte. Diğer yandan uluslararası yatırımcıların toplu gücü piyasalar aracılığı ile toplumsal çıkarlara yönelik bir dinamik oluşturmaya başladı. Geleceği daha iyi gören şirketler ve ülkeler riskleri fırsatlara dönüştürmeye çoktan başladı. Hindistan karbon vergisini yasallaştıran ilk ülkelerden biri oldu. Çin gelişmiş ülkelerden alacağı finansal desteği arttırmaya çalışırken, düşük karbonlu ekonomiye geçişi teşvik edecek kapsamlı bir paketi çoktan yürürlüğe koydu. Bunun iki sebebi var; gelişmekte olan ülkeler coğrafi konumları nedeniyle risklere daha fazla açıklar ve diğer yandan büyümenin gerektirdiği enerji kaynaklarını güvence altına almak zorundalar. Türkiye’de de gerek çevre bakanlığı gerekse diğer devlet organlarının yoğun bir çaba içinde olduklarını proje nedeniyle öğrendik. Türkiye’deki pek çok şirketin bir kaç



yıldır salımlarını hesapladıklarını, Renault gibi uluslararası şirketlerin Türkiye’deki işletmelerinin sebep olduğu salımları ayrı olarak CDP aracılığı ile açıkladıklarını gördük. Proje başladığında Türkiye’deki kurumsal yatırımcılara projenin imzacısı olma çağrısı yapıldı. Bugüne kadar dört kurumsal yatırımcı bu çağrıya olumlu yanıt verdi. Ardından IMKB-50 şirketlerine salımlarını ve iklim değişikliği risklerini yönetme stratejilerini CDP aracılığı ile yatırımcılara açıklama davetleri bu şirketlerin YK başkanlarına, CEO'lara ve Yatırımcı ilişkileri sorumlularına gönderildi. Davetlerin altında 74 trilyon dolar varlığı yöneten 535 kurumsal yatırımcının imzası vardı. Geçen ay düzenlediğimiz ilk çalışmaya 50’den fazla kişi katıldı. Dahası, Yünsa gibi IMKB-50 içinde olmadığı halde CDP aracılığı ile raporlama yapmak isteyen ve hatta halka açık olmayan öncü şirketler ortaya çıktı. CDP Londra ofisi, iklim değişikliğini küresel iş sistemi ile bütünleştiren bir süreci yönetiyor ve dünyanın en büyük sera gazı salımları veri tabanını yatırımcılara açıyor. Proje Türkiye’nin dahil olması ile birlikte gelişmekte olan önemli bir ülkeyle ilgili verileri ve

analizleri bu kapsama dahil ederek, yerel ve uluslararası yatırımcılara Türkiye şirketlerinin çevre performansı üzerine önemli bilgiler verecek ve bunu önemseyen fonlara IMKB şirketlerinin de dahil olmasına aracı olacak. Bir yandan düşük karbon esaslı fonlar giderek artarken, diğer fonların ortalama karbon yoğunlukları üçüncü partiler tarafından CDP verileri kullanılarak hesaplanıyor ve paralarını düşük karbonlu fon yöneticilerine emanet etmek isteyen sermaye sahiplerine açıklanıyor. Fon yöneticilerini finansal olmayan riskleri anlama ve yönetme yeteneklerine göre sıralayan endeksler, paranın kime emanet edileceği konusunda etkin olabiliyor. Yatırım yapılabilir endeksler de veriler ortaya çıktıkça, yükselen piyasaları da kapsıyor. Bunların son örneği S&P ve IFC işbirliği ile lanse edilen ve CDP verilerini kullanan S&P/IFC Hindistan Düşük Karbon Endeksi oldu. Kısa bir süre önce hem S&P hem de FTSE4GOOD yükselen piyasalara yönelik bir Küresel Sürdürülebilirlik endeksi üzerinde çalışmaya başladıklarını duyurdu. İMKB şirketleri bu endekslerde ve kurulan fonlarda en az yükselen piyasalara akan genel yatırımlardan aldığı pay oranında pay alabilmelidir. 2009 itibarıyla yükselen piyasalara sürdürülebilirlik kriterlerini dikkate alınan 300 milyar doları aşan yatırımlardan Türkiye bugüne dek hiç bir pay almamıştır.

Biz neden bu projeye sahip çıktık? Sabancı Üniversitesi’nin kurucuları, üniversiteyi toplumla sürekli etkileşimde bir kurum olarak tasarladılar ve toplumsal gereksinimlere duyarlı olmayı Üniversite’nin kuruluş felsefesinin ana unsuru olarak benimsediler. CDP de böyle bir proje. Meslektaşlarımız ve ben bu felsefeyi bilerek, ilgi duyduğumuz ve yetkin olduğumuz konularda toplumsal projelere katkıda bulunma ve önderlik etme konusunda, üniversitemizin kurumsal desteğine her zaman güvendik.

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.



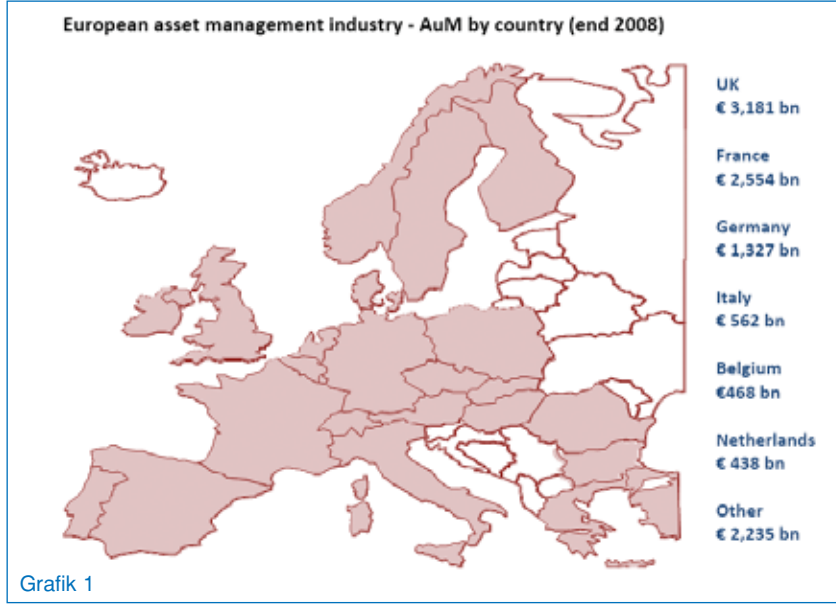
EFAMA raporu, hem yatırım fonu yönetimi hem de isteğe bağlı portföy yönetimi faaliyetine odaklanarak Avrupa Bölgesi'nde yönetilen finansal varlıklar hakkında oldukça detaylı bir bakış açısı sağlamamıza yardımcı olmaktadır.

EFAMA'nın (European Fund and Asset Management Association) üçüncü yıllık raporunun ilk paragrafı son derece çarpıcı olup, net bir saptama yapmaktadır.

“Portföy yönetim sektörü, ekonomik büyümenin hayati öneme sahip bir kaynağıdır. Sektör, reel ekonominin finans ihtiyacı ile uygun yatırım aracı arayan yatırımcılar arasında bir bağ kurmaktadır. Ayrıca sektör, hem ana faaliyet alanı hem de ilişki hizmetleri ile birlikte Avrupa Bölgesi'nde önemli işgücü imkanları yaratmaktadır.”

Avrupa portföy yönetimi sektörü, Avrupa ekonomisi için üç asli fonksiyonu yerine getirmektedir. İlk olarak sermayenin kıt veya fazla olduğu yerler arasında bir kanal oluşturmaktadır. Hem birincil piyasa hem de ikincil piyasaya şirket sermayesi sağlamanın yanında, özel sektör tahvilleri veya para piyasası enstrümanlarıyla portföy yönetimi şirketleri ülke ekonomisine yön vermektedir. Ayrıca sürekli olarak ülkelerde, bölgelerde ve reel sektörde olan gelişmeleri gözlemleyerek ve büyüme stratejilerini başarılı şekilde yürüten

Avrupa Portföy Yönetimi Sektörü



olası en iyi şirketleri keşfederek, portföy yönetimi şirketleri genel ekonomiyi canlandırmaktadır. İkinci olarak sektör, sermaye piyasalarının ihtiyaç duydukları likiditeyi sağlamaktadır. Üçüncü olarak yatırımcıların hedeflerine ulaşabilmesi ve refahlarını artırabilmesi amacıyla çeşitli finansal enstrümanlara yatırım yapma imkanı tanımaktadır.

EFAMA raporu, hem yatırım fonu yönetimi hem de isteğe bağlı portföy yönetimi faaliyetine odaklanarak Avrupa Bölgesi'nde yönetilen finansal varlıklar hakkında oldukça detaylı bir bakış açısı sağlamamıza yardımcı olmaktadır. Avrupa portföy yönetimi sektörünün karakteristik özellikleri yazının devamında ana başlıklar halinde incelenmektedir.

Yönetilen portföy büyüklüğü

Küresel kriz 2008 yılında finansal piyasaları vurmuş, Avrupa portföy yönetimi sektörü ciddi bir daralma yaşamıştır. 2007 yılında 13.6 trilyon Euro olan portföy büyüklüğü, 2008 yılında 10.8 trilyon Euro'ya gerilemiştir. Bu büyüklüğün %50.5'lik kısmı isteğe bağlı portföy yönetimi faaliyetinden, kalan kısmı ise yatırım fonu varlıklarının yönetiminden meydana gelmektedir. Dünya'da 35 trilyon varlık

yönetildiğini dikkate aldığımızda, Avrupa portföy yönetimi sektörü, Amerika'nın ardından ikinci büyük pazardır. Yönetilen toplam portföy büyüklüğü, Avrupa milli gelirinin %80'ine denk gelmektedir. Avrupa'da 3.2 milyar Euro seviyesi ve %209 oranında milli gelirine oranı ile en büyük portföy yönetimi sektörüne sahip ülke İngiltere'dir. İngiltere'yi sırasıyla Fransa, Almanya ve İtalya takip etmekte, söz konusu ülkelerin portföy büyüklüğü toplam Avrupa pazarının %70.6'sını oluşturmaktadır. *Grafik 1*

2009 yılında küresel ekonomilerin toparlanmasıyla birlikte finansal piyasalar oldukça iyi performans göstermiştir. Bu dönemde Avrupa yatırım fonu endüstrisi'nin %76'sını oluşturan UCITS fonlarında meydana gelen olumlu gelişmeler neticesinde, fon büyüklüğü 2009 yılında %13 oranında artmış ve portföy büyüklüğü 6.05 milyar Euro'ya yükselmiştir. Söz konusu büyümenin %77'si fiyat artışlarından, %23'ü yeni yatırımcı katılımlarından meydana gelmiştir. Yatırım fonları dışındaki isteğe bağlı



portföy yönetimi faaliyetinin %15 oranında artış gösterdiği tahmin edilmektedir. Sonuç olarak Avrupa'da portföy yönetimi sektörü büyüklüğü 2009 yılında %14.5 oranında artarak 12.25 trilyon USD seviyesine yükselmiştir. *Grafik 2* Bu rakam ile portföy yönetimi şirketleri tarafından yönetilen portföy büyüklüğünün Avrupa'nın toplam milli gelirine oranı %96 olmuştur.

Yaratılan toplam işgücü kaynağı

Portföy yönetimi sektörünün ülke ekonomisine katkısı olduğuna dair diğer önemli bir gösterge ise çalışan işgücü sayısıdır. Avrupa portföy yönetimi sektöründe çalışan işgücü sayısı yaklaşık 73.000 olarak tahmin edilmektedir. Sektöre hizmet sağlayan ilişkili diğer işler muhasebe, operasyon, saklama, pazarlama, araştırma, yazılım ve dağıtım alanlarıdır. Dolayısıyla yan hizmetleri ile birlikte portföy yönetimi sektörü, ülke ekonomisine ciddi boyutlarda istihdam sağlamaktadır. Eldeki bilgilere göre yatırım fonu merkezi olarak görülen Lüksemburg'ta 2007 yılında toplam işgücü sayısı 23.000'dür.

Portföy yönetimi şirketi sayısı, sahipliği ve ortalama portföy büyüklüğü

Avrupa Bölgesinde 2009 yılı sonunda yaklaşık 2.500 portföy yönetimi şirketi faaliyet göstermektedir. Fransa, Lüksemburg ve İrlanda en yüksek sayıda portföy yönetimi şirketine (sırasıyla 561, 360 ve 252) sahip ülkelerdir. Fransa, küçük bağımsız portföy yönetimi şirketlerinin sayısının fazla olduğu, Lüksemburg ve İrlanda ise UCITS fonlarının sınır ötesi dağıtımının yapıldığı önde gelen ülkeler olarak ortaya çıkmaktadır. Öte yandan Avrupalı bir portföy yönetimi şirketinin yönettiği ortalama portföy büyüklüğü 4.4 milyar Euro'dur. Piyasaların toparlanmasıyla bu oran 2009 yılında 5 milyar Euro'ya yükselmiştir. *Grafik 3*

Average AuM per Asset Manager at end 2008 (EUR billion)

Countries	Average AuM	Countries	Average AuM
Belgium	46.8	Italy	2.6
UK	17.3	Hungary	0.9
Germany	14.6	Portugal	0.8
France	4.6	Greece	0.4
Netherlands	3.2	Rest of Europe	1.9
Austria	2.7	Total	4.4

Grafik 3

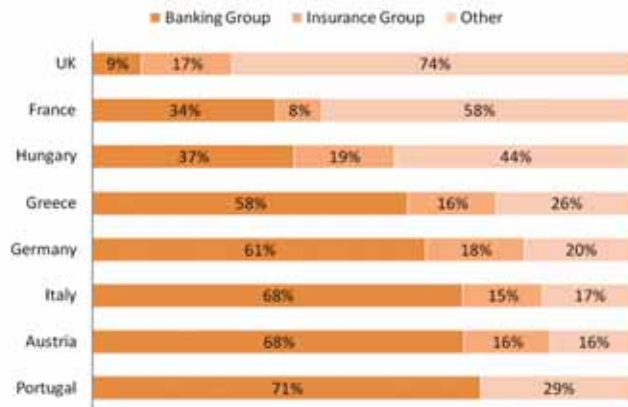
Portföy yönetimi şirketlerinin yaklaşık %70'lik kısmının bankacılık sektörünün hakimiyetinde olduğu ülkeler Portekiz, Avusturya ve İtalya'dır. Bu ülkelerde bireysel müşterilerin en yüksek payı aldığı gözlemlenmektedir. Öte yandan İngiltere ve Fransa'da bu oran sırasıyla %9 ve %34'tür. Bu iki ülkede bireysel müşteri tabanı düşük olurken, bağımsız portföy yönetimi şirketlerinin büyük kısmı yatırım bankaları ve emeklilik fonları tarafından kontrol edilmektedir. Ayrıca, birçok üye ülkede sigorta kuruluşlarının sahip olduğu portföy yönetimi şirketlerinin oranı %15-20 arasında değişmektedir. *Grafik 4* Bir diğer önemli istatistik, yatırım fonu dışındaki isteğe bağlı portföy yönetimi faaliyetinin %64'ünün İngiltere

ve Fransa'da (sırasıyla %42 ve %22) yapılmasıdır. Bu durumun temelde iki sebebi; İngiltere'nin bir finans merkezi olması ve bu ülkenin emeklilik fonları varlıklarının büyüklüğüdür.

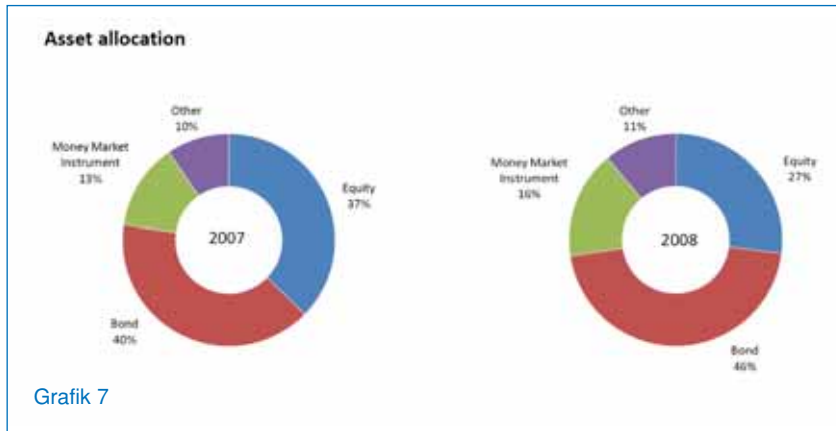
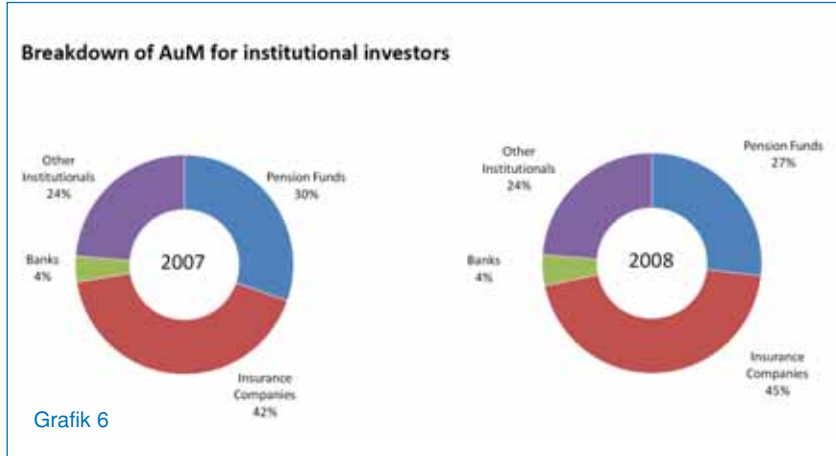
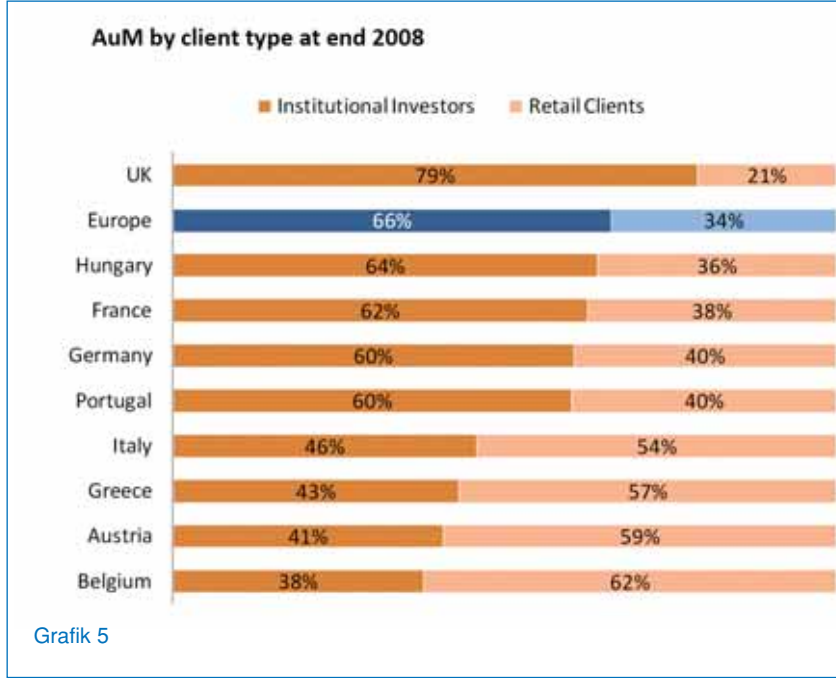
Yatırımcıların sınıflandırılması

Kurumsal yatırımcılar çoğunlukla, bireysel yatırımcıların portföy yönetimi şirketleri vasıtasıyla yaptığı yatırımlarında finansal aracı veya kanal olarak hareket etmektedir. 2008 yılında toplam yatırımcı talebinin %66'sı kurumsal yatırımcılardan, %34'ü bireysel yatırımcılardan oluşmaktadır. Kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğünün %72'si sigorta şirketleri ve emeklilik fonlarıdır. (sırasıyla %45 ve %27) Öte yandan üye ülkelerde isteğe bağlı portföy yönetimi faaliyetinin

Number of asset management companies by parent group categories (end 2008)



Grafik 4



%70'den fazlasını da kurumsal yatırımcılar oluşturmaktadır. Grafik 5 ve Grafik 6

Varlık dağılımları

Portföy yönetimi sektörü, yatırımcıların farklı nitelikteki ihtiyaçlarını, kendilerine sundukları geniş yelpazedeki ürünler ile karşılamaktadır. Farklı müşterilerin tercihleri farklı yatırım stratejileri gerektirmektedir. 2008 yılında finansal krizin etkisiyle keskin şekilde düşen hisse fiyatları sebebiyle, 2008 yılında hisse senedi yatırımları %27'ye gerilerken, tahvil ve bono yatırımları %46'ya, para piyasası enstrümanları %16'ya yükseldi. İngiltere'nin emeklilik fonları varlıklarının %40'ı, yatırım fonları varlıklarının %62'sinin hisse senedi yatırımlarından oluşması sebebiyle kuvvetli bir hisse senedine yatırım kültürü bulunmaktadır. Hisse senedi yatırımlarının, toplam portföy büyüklüğüne oranı İngiltere'de %41'dir. Dolayısıyla istatistiklerde İngiltere dışında tutulduğunda üye ülkelerde hisse senedi yatırımları %18'e gerilerken, tahvil ve bono yatırımları %50 seviyesine yükselmektedir. Grafik 7

“ Portföy yönetimi sektörünün ülke ekonomisine katkısı olduğuna dair diğer önemli bir gösterge ise çalışan işgücü sayısıdır. Avrupa portföy yönetimi sektöründe çalışan işgücü sayısı yaklaşık 73.000 olarak tahmin edilmektedir. ”

Gayrimenkul Yatırım Fonları

GYF (Gayrimenkul Yatırım Fonları)'ler, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına (GYO) benzer şekilde, ellerindeki kaynakları gayrimenkul grubu varlıklara yatırmaktadır. Ancak GYF'ler, GYO'lardan farklı olarak, yatırım fonlarına benzer şekilde, yatırımcı talebi üzerine yeni fon payı satışı yaptıkları gibi, fon paylarını, yatırımcıların isteği üzerine düzenli aralıklarla geri almaktadırlar.

Gayrimenkul piyasaları geliştikçe, yeni gayrimenkul finansmanı araçları gündeme gelmekte ve başarı gösteren araçlar, şaşılabilecek bir hızla küresel ölçekte yayılabilmektedir. Ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde, gayrimenkule dayalı araçların, gayrimenkul yatırımcıların sermaye piyasaları ile bir şekilde ilişkilendirilebilmesi açısından yararlı olduğu kabul edilmektedir. Bu çalışmada, son yıllarda Avrupa Birliği gündeminde dikkate değer yer tutan gayrimenkul yatırım fonlarının (GYF) özellikleri, mevcut durumu, Türkiye'de GYF'lerin hukuki durumu ve GYF düzenleme çalışmalarında üzerinde durulmasında yarar olabilecek bazı konular incelenmektedir.

1. GYF'lerin Tanımı ve Özellikleri

GYF'ler, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına (GYO) benzer şekilde, ellerindeki kaynakları gayrimenkul grubu varlıklara yatırmaktadır. Ancak GYF'ler, GYO'lardan farklı olarak, yatırım fonlarına benzer şekilde, yatırımcı talebi üzerine yeni fon payı satışı yaptıkları gibi, fon paylarını, yatırımcıların isteği



üzerine düzenli aralıklarla geri almaktadırlar. Gerçi GYO'lara da Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPKr.) 01.09.2009 tarih ve 27/748 sayılı kararı ile belirli limitler dahilinde bir miktar geri alım işlemi yapma olanağı tanınmıştır. Ancak her şeyden önce GYO'lar, yatırımcıların hisse senetlerini geri almak zorunda değildir. Ayrıca bu olanak, SPKr.'nin 01.09.2009 tarih 27/748 sayılı ilke kararı ile 18 aylık süre, geri alım programının genel kurulca onaylanması zorunluluğu, geri alım tutarı için %20'lik limit ve İMKB'de uygulanacak özel kurullarla sınırlanmış durumdadır. GYF'ler ise, hem fon paylarını geri alım taahhüdünü yatırımcılara vermektedir, hem de etkin ve verimli geri alım operasyonu olanaklarıyla yatırımcılara bu konuda çok daha geniş ve güvenli imkanlar sunabilmektedir.

Esasen GYF'ler, bu özellikleri ile, performans ve risk açısından gayrimenkul yatırımlarını her zaman avantajlı bulan, ancak kişisel ihtiyaçlarını dikkate alarak likit kalmak isteyen bireysel yatırımcılara hitap eden bir araçtır. GYO'ların performansı büyük ölçüde borsa performansına bağlı olduğundan yatırımcının gayrimenkul yatırımlarının sahip olduğu performans karakterini GYO'larda bulması kolay değildir. GYF'ler bu boşluğu doldurabileceklerdir.

Ayrıca GYF'lerin birçok ülkede yatırım fonu statüsünde düzenlendiğine dikkat çekmek yerinde olacaktır. Bu statü, örneğin ülkemizde, kamunun aydınlatılması için bir çok sıkı kuralın uygulanmasını gerekli kılmaktadır. GYF'lerin şeffaf kurumlar olma niteliği, bireysel yatırımcılar açısından olumlu bir özellik olarak karşımıza çıkmaktadır¹.

2. AB'de GYF'ler

GYF'ler ilk olarak 1938'de İsviçre ve 1959'da Almanya'da düzenlenmiş, son 20 yıllık dönemde ise toplam 12 AB üyesi ülkede² GYF düzenlemelelerinin yürürlüğe girmesi söz konusu



olmuştur. 2007 yılı itibariyle GYF'lerin toplam net varlık değerinin %73'ü Almanya'da kurulu GYF'lere aittir³.

AB'de yatırım fonları, 85/611 sayılı direktifle düzenlenmekte⁴ ve direktif kapsamındaki fonlar, "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşu" (DKYK, ing. UCITS) olarak adlandırılmakta, GYF'ler ise bu direktifin kapsamı dışında kalmaktadır. Diğer bir deyişle, GYF'lerle ilgili AB çapında üye ülkeleri bağlayıcı ortak düzenlemeler bulunmamaktadır. Ancak, Avrupa Birliği'nin bu yönde hazırlıkları olduğu bilinmektedir. Nitekim Avrupa Komisyonu, 30.03.2007 tarihinde GYF'leri araştırmak üzere bir uzmanlar grubu kurulmasına ve bu gruba konuyla ilgili bir rapor hazırlanmasına karar vermiş, grubun hazırladığı ve 2008 yılı Mart ayında yayımlanan raporda, GYF'lerin de, diğer yatırım fonları gibi AB tarafından düzenlenmesi ve GYF'lere "pasaport" verilerek AB üyesi bir ülkede kurulu bir GYF'nin diğer üye ülkelerde de satılabilmesine olanak verilmesi önerilmektedir⁵. Tartışmaya açılan rapor üzerindeki görüş alışverişi halen devam etmektedir⁶.

AB'de GYF'ler özellikle son dönemde önemli büyüme kaydetmiştir. 2006'da 110 milyar Euro olan GYF'lerin büyüklüğü, 2009 sonu itibariyle 209 milyar Euro olarak kaydedilmiştir⁸. Fon sayısı ise aynı tarih itibariyle 774'e ulaşmıştır⁹.

bariyle 209 milyar Euro olarak kaydedilmiştir⁸. Fon sayısı ise aynı tarih itibariyle 774'e ulaşmıştır⁹.

3. Türkiye'de GYF'ler

Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn.) m.37, gayrimenkullerin yatırım fonu portföyüne alınabilmesine açıkça izin vermiş, ancak "Gayrimenkul Yatırım Fonu" kavramına yer vermemiştir.

Yatırım fonlarını konu edinen temel idari düzenleme, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VII, No:10 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"dir. Bu Tebliğ m.1'de "gayrimenkul yatırım fonlarından" söz edilmekte, ancak bu tür fonların Tebliğ kapsamı dışında olduğu belirtilmektedir. GYF'lere ilişkin ayrı bir düzenleme ise henüz mevcut değildir. Konunun ayrı bir tebliğle düzenlenmesi veya mevcut yatırım fonu tebliğinin GYF'leri içerecek şekilde değiştirilmesi ile GYF'ler ancak Türk hukuk sistemine girebilecektir.

4. GYF Düzenlemesi için İpuçları

a. Likidite Sorunu

GYF'nin yatırımcıların ellerindeki

“ GYO'ların performansı büyük ölçüde borsa performansına bağlı olduğundan yatırımcının gayrimenkul yatırımlarının sahip olduğu performans karakterini GYO'larda bulması kolay değildir. GYF'ler bu boşluğu doldurabileceklerdir. ”

payları yatırımcının arzusu üzerine her zaman geri alma yükümlülüğü bulunduğundan yukarıda söz etmiştik. Bu geri alımın finansmanı için genellikle GYF'lere en az %10-20 oranında nakit benzeri varlık tutma yükümlülüğü getirilmektedir¹⁰. Nitekim fon paylarının karşılığı GYF'ler tarafından nakden ödenecektir. Oysa, GYF'lerin yatırım yaptığı gayrimenkul grubu varlıkların likiditesi genellikle sınırlıdır. Süre boşluğunun (ing. duration gap) etkileri mevzuat tarafından minimum nakit yükümlülüğü ile sınırlandırmaya çalışılmaktadır.

GYF'lerin fon paylarını geri alımı, yatırım fonları gibi periyodik bir nitelik taşısa da, günlük bazda bir geri alımın kolay olmayacağı açıktır. Geri alım, hem belirli aralıklarla olmalı, hem de geri alınan paylarla ilgili ödemeler belirli bir vadede gerçekleştirilebilmelidir. Bunlarla ilgili süreler, her GYF için değişiklik gösterebilir. GYF daha çok kira gelirlerine dayanıyorsa, düzenli geri ödemeleri gerçekleştirilebilmesi daha kolaydır. Oysa portföyünde genellikle projeler bulunduran bir GYF'nin kısa aralıklar içerisinde geri ödeme yükümlülüklerine girmesi, projeleri için ciddi olumsuz etkiler yaratabilecektir. Bu tür GYF'ler kendileri için daha uzun geri ödeme aralıkları belirlemelidir.

b. Süreli/Kapalı Uçlu GYF'ler

GYF'lerin süreli modeli de çok tercih edilmekte ve süreli GYF payları, emeklilik fonları başta olmak üzere daha çok kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. "Kapalı Uçlu GYF" olarak da nitelendirilen bu modelde, yatırımcıların 10 yıla varan sürelerle GYF'nin pay sahibi olması, bu sürede paylarını geri satamaması, ancak fon süre sonunda tasfiye edildiğinde payını alması söz konusu olmaktadır. Süreli GYO kurmak da mümkün olsa da, GYO'ların anonim şirket statüsünde olması, ülkemizde şirket tasfiye süreçlerinin en az birkaç yılı alan ve verimliliği yok eden hukuki prosedürlere tabi bulunması nedeniy-

“ AB’de GYF’ler özellikle son dönemde önemli büyüme kaydetmiştir. 2006’da 110 milyar Euro olan GYF’lerin büyüklüğü , 2009 sonu itibariyle 209 milyar Euro olarak kaydedilmiştir . Fon sayısı ise aynı tarih itibariyle 774’e ulaşmıştır. ”

le bu alternatif, sektör tarafından tercih edilmemektedir. GYF'lerin ise tasfiyesi fonların tasfiye yöntemlerine benzer şekilde pratik olarak gerçekleştirilebilecektir¹¹.

c. Gayrimenkullerin GYF Adına Kaydı Sorunu

Türk hukukunda yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur (SPKn., m.37, f.2). Bu kapsamda, GYF'lerin de tüzel kişiliği olmayacaktır. GYF'lerin tüzel kişiliği olmaması, varlıklarının GYF kurucusunun varlıkları içerisinde değerlendirilmesi durumunu ortaya çıkarmaktadır¹². Bu durumda, şu soru akla gelmektedir: GYF portföyüne alınacak gayrimenkuller, tapuda GYF adına tescil edilebilir mi? Eğer tescil edilemeyecekse, GYF kurucusunun bu gayrimenkulleri istismarı önlenebilir mi? Bu soruların yanıtının verilmesinin kanun koyucu açısından da önemli olabileceği düşünülmektedir. Zira SPKn.'nda: "Yatırım fonu ve yatırım ortaklığı portföylerinde bulunan taşınmazlarla, taşınmaz dayalı senetlerin tescil, şerh ve diğer tapu işlemlerinin yerine getirilmesine ilişkin esaslar, Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü'nün bağlı olduğu Bakanlık tarafından çıkarılacak yönet-

melikte belirlenir." hükmü yer almaktadır (SPKn., m.37, f.3).

Konu değerlendirilmeden önce, "tüzel kişilik" kavramı üzerinde bir miktar durmakta yarar bulunmaktadır. Tüzel kişiler, "gerçek kişi" denilen insanların yanında, hukuk düzeninin "kişi" olarak kabul ettiği kişi ve mal topluluklarını ifade etmektedir. Medeni Kanun'a (MK) göre, "başlıbaşına bir varlığı olmak üzere örgütlenmiş kişi toplulukları ve belli bir amaçla özgülenmiş olan bağımsız mal toplulukları, kendileri ile ilgili özel hükümler uyarınca" tüzel kişilik kazanmaktadır (MK, m.47, f.1). Diğer bir deyişle, ancak tüzel kişiliğe sahip olduğu özel olarak düzenlenen kişi ve mal toplulukları tüzel kişi olarak kabul edilebilecektir.

Tüzel kişiliğe sahip yapılar, kanun gereği, cins, yaş, hısımlık gibi yarıdış gereği insana özgü niteliklere bağlı olanlar dışındaki bütün haklara ve borçlara ehil sayılmakta, diğer bir deyişle neredeyse bir gerçek kişi gibi hak ve fiil ehliyetine sahip kabul edilmektedir (MK, m.48). Tüzel kişiliğe sahip olmayan GYF gibi yapılar ise, bu ehliyetlere sahip olmadıklarından, örneğin kendi hesaplarına malvarlığı edinemezler. GYF ancak, SPKn.'nda düzenlenen "Fon'un malvarlığı kurucusunun malvarlığından ayrıdır." hükmünden yararlanabilecektir (SPKn. m.37, f.2). Bu hüküm, fonlara kanunla (SPKn., m.38, f.5), malvarlığının rehnedilememesi, teminat gösterilememesi ve üçüncü şahıslar tarafından haczedilememesi gibi bazı olanaklar getirilebilmesini kolaylaştırmakla birlikte, tüzel kişiliğin sağladığı imkanları da sağlayamamaktadır.

Tapu siciline tescil ve bu sicilde terkin ve değişiklik gibi tasarruf işlemlerinin yapılabilmesi, istemde bulunmanın, tasarruf yetkisini ve hukuki nedeni belgelemiş olmasına bağlıdır (MK, m.1015, f.1). Tapu Sicili Tüzüğü de (Tüzük), MK'ya paralel olarak, tapu sicili üzerinde işlem yapılabilmesi için istemde bulunabilecekleri, ger-

çek kişiler, vekiller, tüzel kişiler, kanuni temsilciler ve resmi kuruluşlar ile sınırlamaktadır (Tüzük, m.13). İdare, istemde bulunanların medeni hakları kullanma ehliyetininin, diğer bir deyişle fiil ehliyetininin olup olmadığını araştıracaktır (Tüzük, m.14).

Bu durumda, GYF tarafından satın alınan gayrimenkullerin tescilininin GYF'nin kendisi adına değil, ancak kurucusu adına yapılabileceği sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu durum ise, GYF yatırımcılarının güvenliği noktasında soru işaretlerine yol açabilecektir. Nitekim tapu kütüğündeki tescilde iyi niyete dayanarak mülkiyet veya bir başka aynı hak kazanan üçüncü kişinin bu kazanımı korunmaktadır (MK, m.1023).

Bu durumda, GYF gayrimenkullerinin tapuda korunması olanaklarını araştırmak gerekmektedir. Örneğin tescilin dışında, kanunda bir de "şerh" kurumu düzenlenmiştir. Buna göre, bazı haklar, tapu kütüğüne şerh verilmekle o gayrimenkul üzerinde sonradan kazanılan hakların sahiplerine karşı ileri sürülebilmektedir (MK m.1009). Ancak şerh verilebilecek haklar, kanunlarda sınırlı olarak sayılmıştır. Buna göre, ancak arsa payı karşılığı inşaat, taşınmaz satış vaadi, kira, alım, önalım, gerialım sözleşmelerinden doğan haklar ile şerhedilebileceği kanunlarda açıkça öngörülen diğer haklar tapu kütüğüne şerhedilebilecektir (MK m.1009). GYF'ye ait haklar bunların arasında sayılmamaktadır. Bu hakların şerhinin sağlanabilmesi için bir tebliğle yapılacak bir düzenlemenin yeterli olmayacağı, ancak bir yasal düzenleme gerekeceği anlaşılmaktadır.

Şerhler dışında kanunda "beyanlar" sütunundan söz edilmektedir. Kanun gereği bu sütuna yazılabilecek hususlar tüzükle belirlenecektir (MK m.1012). Tüzük'te ise bu sütuna "mevzuatın yazılmasını öngördüğü hususlar"ın yazılacağı ifade edilmektedir (Tüzük, m.60). Bu noktada, tebliğle bir düzenleme yapılabilecek ve beyanlar sütununda "gayrimenkulün

“ GYF'lerin hayata geçebilmesi için, SPK'r'nun bir Tebliğ yayımlaması ve GYF portföy sınırlamaları ile tapu kaydı esaslarını belirlemesi gerekmektedir. ”

fon kurucusu tarafından GYF hesabına alınmış olduğu, GYF adına yetkili şahısların onayı olmaksızın gayrimenkulün devredilemeyeceği" anlamında bir ifadenin belirtilmesi yükümlülüğü getirilebilecektir. Her ne kadar, beyanlar sütununda belirtilen hususların o gayrimenkul üzerinde sonradan kazanılan hakların sahiplerine karşı ileri sürülebilmesine ilişkin MK'da bir hüküm bulunmasa da, hakları ihlal edilen GYF yöneticileri, yine MK'da yer alan "Bir aynı hak yolsuz olarak tescil edilmiş ise, bunu bilen veya bilmesi gereken üçüncü kişi bu tescile dayanamaz." (MK, m.24, f.1) hükmünü dayanak olarak alıp, "beyanlar" sütununda yer alan ifadeye rağmen GYF yetkililerinin imzası olmaksızın gayrimenkulün devrulan üçüncü kişinin iyi niyetli olmadığını ileri sürebilecek ve üçüncü kişi adına yapılan tescilin hukuka aykırılığını ileri sürebileceklerdir.

Sonuç

GYF'ler, satılan paylarını düzenli aralıklarla geri alabildiklerinden bireysel yatırımcı için çekici olabilmektedir. GYF'lerin hayata geçebilmesi için, SPK'r'nun bir Tebliğ yayımlaması ve GYF portföy sınırlamaları ile tapu kaydı esaslarını belirlemesi gerekmektedir.

Yapılacak düzenleme, süre boşluğunun (ing. duration gap) etkilerini dengeleyebilecek önlemleri içermeli, özellikle minimum nakit benzeri varlık bulundurma yükümlülüğü ve geri alım aralıklarının uygun şekilde belirlenmesi gereği üzerinde durulmalıdır.

Geri alıma olanak vermeyen, ancak örneğin 10 yıllık süre sonunda tasfiye edilip yatırımcılara paylarının karşılığını ödeyen kapalı uçlu GYF'ler, özellikle kurumsal yatırımcılara hitap eden araçlar olarak düzenleme kapsamı içinde değerlendirilmelidir.

GYF gayrimenkullerine ilişkin mülkiyet sorunu, bu gayrimenkullerle ilgili tasarruf yetkisinin GYF'ye ait olduğunun tapuda "beyanlar" hanesinde belirtilmesi ile çözülebilmektedir. Diğer yandan yine de, GYF yatırımcılarının tapudaki haklarının en iyi şekilde korunabilmesi için SPK'r ile Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü'nün koordinasyon halinde bir çalışma yürütmesi ve genel müdürlüğün bu amaçla bir yönetmelik çıkarması, uygulama birliğinin daha çabuk sağlanabilmesi açısından yararlı olacaktır.

1 Expert Group Report: Open Ended Real Estate Funds, <http://europa.eu/>, [20.03.2010], s.19.

2 Bu ülkeler; Avusturya, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, Fransa, Almanya, Macaristan, İrlanda, Lüksemburg, Portekiz, Slovakya, İspanya ve İngiltere'dir.

3 Expert Group Report: Open Ended Real Estate Funds, s.18.

4 AB Fon Direktifinin yeniden biçimlendirilmesine (ing. recast) ilişkin bkz. OKAT, Yalçın Özge, "Master-feeder Fonlar", Sermaye Piyasası Dergisi, Ankara, Ocak-Mart 2010, s.81-83.

5 Expert Group Report: Open Ended Real Estate Funds, s.9.

6 Bkz. Feedback Statement on Responses to OEREF Expert Group Report, <http://europa.eu/>, [21.03.2010].

7 Expert Group Report: Open Ended Real Estate Funds, s.15.

8-9 Quarterly Statistical Release, EFAMA, www.efama.org, March 2010, [22.03.2010].

10 Expert Group Report: Open Ended Real Estate Funds, s.19.

11 Yatırım fonlarının tasfiyesine ilişkin bkz. OKAT, Yalçın Özge, Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları, Ankara, 2009, s.115 vd.

12 OKAT, Türk ve AB Hukukunda Yatırım Fonları, s.45.

Anapara Korumalı ve Garantili Yatırım Fonları

(Yapılandırılmış Fonlar)



Özgür Çati
Satış ve Pazarlama Bölümü/Yönetici –
Fortis Portföy Yönetimi A.Ş.

Anapara Korumalı ve Garantili Fonlar ile yükselen piyasalardan yararlanma imkanı ve düşen piyasalardan korunma imkanı sağlamak amaçlanmaktadır. Bu fonlar ile erişilmesi operasyonel olarak güç piyasalara erişim ve sofistike yatırım araçlarına yatırım imkanı bireysel ve kurumsal yatırımcılara sunulmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 25 Mayıs 2007 tarihli 26532 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Seri:VII, No:33 sayılı tebliği ile "Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin içtüzükte ve izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esaslı çerçevesinde amaçlandığı fonlar "KORUMA AMAÇLI FON", "Yatırımcının başlangıç yatırımının belirli bir bölümünün, tamamının ya da başlangıç yatırımının üzerinde belirli bir getirinin içtüzük-

te ve izahnamede belirlenen esaslar çerçevesinde belirli vade ya da vadelerde yatırımcıya geri ödenmesinin, uygun bir yatırım stratejisine ve Kurucu ile Garantör arasında imzalanan bir garanti sözleşmesine dayanılarak taahhüt edildiği fonlar "GARANTİLİ FON" olarak tanımlanmıştır.

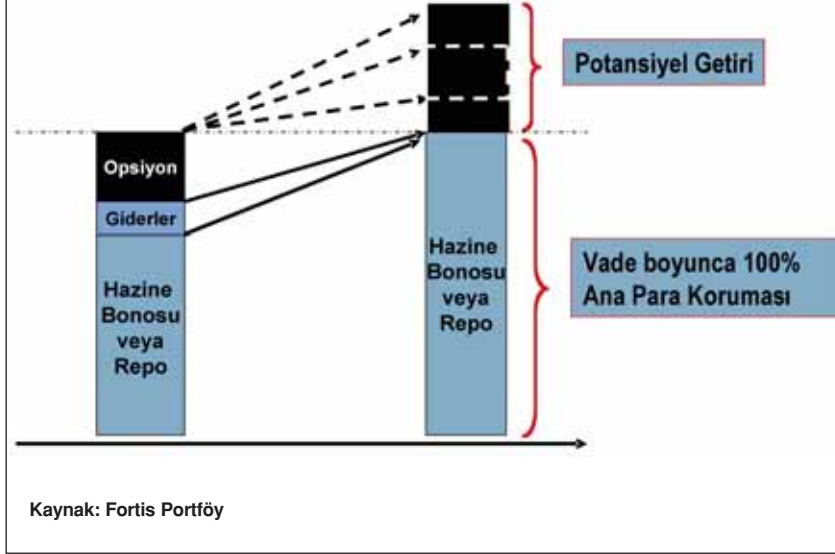
Türk Sermaye Piyasaları ilk Koruma Amaçlı Fon ile Kasım 2007'de Fortis Bank %100 Koruma Amaçlı Birinci ve İkinci Fonları ile tanıştı. Kasım 2007'den bugüne ihraç edilen fon sayısı 82'ye ulaştı.

Uluslararası literatürde "Yapılandırılmış Fonlar" olarak da adlandırılan bu fonlar, özellikle "türev bazlı yatırım enstrümanlarına yatırım yapan fonlar" olarak tanımlanırlar.

Anapara Korumalı ve Garantili Fonların genel yapısı iki temel bölümden oluşmaktadır. Birincisi anapara koruması; sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapılarak sağlanır. İkincisi ise potansiyel getiri; fonun yatırım stratejisini oluşturan opsiyon sözleşmesi aracılığı ile iştirak oranına paralel olarak elde edilir. (Tablo 1)

Anapara Korumalı ve Garantili Fonlar ile yükselen piyasalardan yararlanma imkanı ve düşen piyasalardan korunma imkanı sağlamak amaçlanmaktadır. Bu fonlar ile erişilmesi operasyonel olarak güç piyasalara erişim ve sofistike yatırım araçlarına yatırım imkanı bireysel ve kurumsal yatırımcılara sunul-

TABLO 1: ANAPARA KORUMALI VE GARANTİLİ FONLAR GENEL YAPI



maktadır.

Anapara Korumalı ve Garantili Fonlar kapalı uçlu fonlardır ve belirli bir vade için kurulabilirler. (Tebliğ gereği asgari altı ay.)

Yapılandırılmış fonlar içerdikleri dayanak varlıklara göre şu şekilde sınıflandırılmaktadırlar;

- Hisse Senedi (endeks ve/veya hisse senetleri sepeti)
- Emtia (endeks ve/veya emtia sepeti)
- Faiz
- Yabancı Para
- Hibrit

Anapara Korumalı ve Garantili Fonların avantajlarına baktığımızda;

- Anapara kaybı riskine karşı koruma/garanti sağlanması.
- Çok esnek bir yapıya sahip olmaları, her bir fon için farklı ürün yaratılabilme imkanı.
- Portföy çeşitlemesi sağlanması ve risk dağılımının dengelenmesi.
- Operasyonel olarak erişimi güç piyasalarda sofistike finansal ürünlere yatırım yapma imkanı sağlanması.
- Yatırım yaptığı ürünlerdeki yük-

selme potansiyelinden yatırımcıların faydalanabilmesi.

- Küçük montanlarda satın alınabilmesi.
- Şeffaf bir yatırım imkanı sağlanması. (yönetim ücreti, fiyatlama, denetim)
- Erken çıkış imkanı ile likidite avantajı sunulması.
- Fonların mevcut vergi avantajı (%10 gelir vergisi stopajı) sayılabilir.

TÜRKİYE'DE ANAPARA KORUMA AMAÇLI ve GARANTİLİ FONLAR

Türk Sermaye Piyasalarının Kasım 2007 yılında tanıştığı Anapara Koruma Amaçlı ve Garantili Fonlar kapsamında 16 adet Garantili, 66 adet Koruma Amaçlı olmak üzere

toplam 82 adet fon halka arz edildi. 30 Mart 2010 itibari ile halka arz edilen fonların 31 adeti itfa olurken, 51 adeti aktiftir. Yıllar itibari ile; Aralık 2007'de dört adet fon 62.4 milyon TL, Aralık 2008'de 20 adet fon 413.1 milyon TL, Aralık 2009'da 32 adet fon ile 638.1 milyon TL büyüklüğe ulaştığını ve Mart 2010 itibari ile de 1 milyar TL büyüklüğün aşıldığını görüyoruz. (Tablo 2)

İlk Anapara Koruma Amaçlı fonun Aralık 2007'de halka arzından bugüne fon büyüklük gelişiminde, düşen faiz ortamının en önemli belirleyici etken olarak ön plana çıktığını görüyoruz. (Tablo 3) Alternatif getirin %20'lerde seyrettiği Haziran 2008 ile %10'lara düştüğü Haziran 2009 arasında fon büyüklükleri yukarı yönlü trend ile gelişim göstermiş ve Eylül 2009 itibari ile stabil bir görüntü sergileyen faiz ortamında ise hız kazanmıştır.

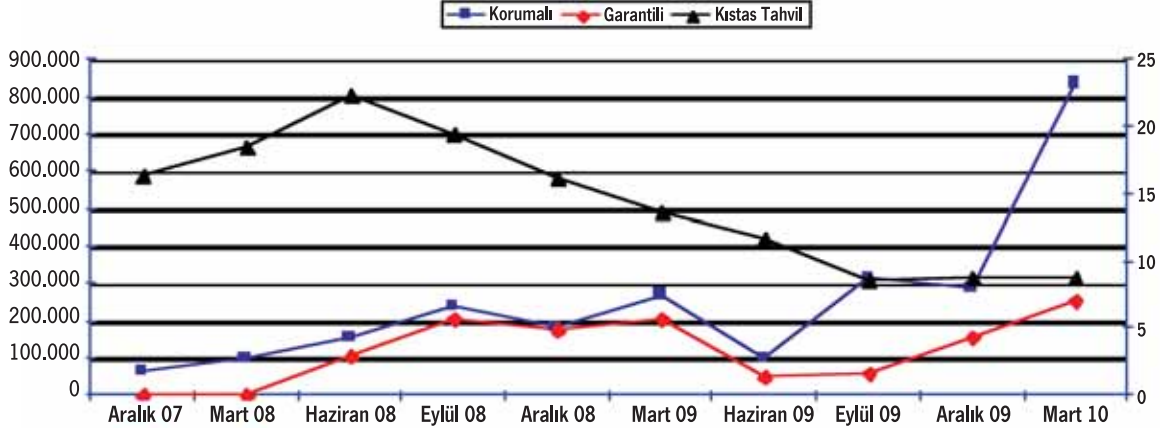
Sermaye Piyasası Kurulu'nun 21 Ocak 2009 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Seri:VII, No:37 sayılı tebliği ile yürürlüğe giren "Şemsiye Fon" yapısı fon kuruluşlarını ve süreci kolaylaştırmış ve sektörün hız kazanmasına yardımcı olmuştur. Yapılandırılmış fonların düşük faiz ortamlarında rekabetçi alternatif getiri yaratma kabiliyetlerinin artması sonucunda toplam pazar büyüklüğü 1milyar TL'yi aştı. Toplam 30.5 milyar TL olan Yatırım Fonu pazarında Anapara Koruma Amaçlı ve Garantili fonlar %3.57'lik pazar payı oranı ile A tipi fonları yakaladı. Bu fonların özellikle düşük risk algı-

Aktif Fon Sayısı ve Büyüklükler (31 Aralık 2007-30 Mart 2010)

Tarih	Fon Sayısı	Yatırımcı Sayısı	Büyüklük (Mio TL)
31 Aralık 07	4	1.500	62
31 Aralık 08	20	9,895	413
31 Aralık 09	32	21,418	638
31 Aralık 09	51	42,074	1,089

Kaynak: Rasyonet Tablo 2

TABLO 3: ANAPARA KORUMA AMAÇLI VE GARANTİLİ FONLAR&FAİZ GELİŞİM



Kaynak: Rasyonet&Euroline&Fortis Portföy

Baz Enstrüman Dağılımı

Baz Enstrüman	Hisse	Döviz	Altın	Faiz	Emtia	Hibrit
Fon Sayısı	30	24	5	3	11	9

Kaynak: Fon İç Tüzükleri & Fortis Portföy

Tablo 4

Vade Yapısı

Vade	Açık uçlu	6 ay	9-12 ay	12 ay ve üzeri
Fon Sayısı	1	11	29	41

Kaynak: Fon İç Tüzükleri & Fortis Portföy

Tablo 5

sına sahip ve geçmiş dönemde volatilesi yüksek enstrümanlarda anapara kayıplarına uğramış ve bu enstrümanlardan uzaklaşıp mevduat ağırlıklı yatırım profili çizen Türk yatırımcıları için, güçlü bir potansiyel yüksek getiri alternatifi olarak algılandığını görmekteyiz.

Alternatif getirilerdeki düşüş ile birlikte risk iştahındaki farklılaşma, düşük enflasyon ve düşük faiz ortamının devamı durumunda, Anapara Koruma Amaçlı ve Garantili fonların yakaladıkları momentum ile %15'lik B Tipi Değişken & B Tipi Bono fonların piyasa payına ulaşmasını bekleyebiliriz.

Halka arz edilmiş fonların baz ens-

trüman dağılımına baktığımızda %37'sinin hisse senedi bazlı, %29'unun döviz bazlı ağırlıklandığını görüyoruz. Hisse senedi bazlı fonların %77'si İMKB 30 Endeks üzerine yazılı opsiyonlara dayanmakta. (Tablo 4)

Her bir fon için farklı bir baz enstrüman kullanılabilmesi ile çeşitli yatırımcı beklentilerine çözüm sunulması mümkün olabiliyor.

Vade uzadıkça yapılandırılmış fonların sunabileceği cazip getiriler de artmaktadır. Özellikle uzun vadeli yatırımı teşvik etmeleri açısından, Anapara Korumalı ve Garantili fonların Türk sermaye piyasalarına çok önemli katkıları olduğunu söyleyebiliriz. Halka arzı yapılmış 82 adet fonun vade yapısına baktığımızda, ortalama vadenin 10.3 ay olduğunu görüyoruz. Yatırımcılara vade içinde ayda iki kez çıkış imkanı sunuluyor olması, uzun vade ile ilgili dezavantajların bertaraf edilmesine olanak sağlamıştır. (Tablo 5)

Anapara Koruma Amaçlı ve Garantili Fonlarda uygulanan yönetim ücretleri %1-%4 aralığında çeşitlilik göstermektedir.

İtfa olmuş Anapara Korumalı ve Garantili Fonların getirilerini incelediğimizde, %0.01-%73.30 aralığında farklı vade ve piyasa koşullarında değişkenlik gösterdiğini görmekteyiz. Hisse senedi bazlı fonlar, alternatif yüksek getiri yaratmakta diğer enstrüman sınıflarına göre ön plana çıkmaktadır. Aynı baz enstrümana dayalı fonlar farklı vade ve piyasa koşullarında birbirinden çok farklı performanslar göstermiştir. Yatırım dönemleri içinde baz enstrümanın yanı sıra alternatif getirilerin üzerinde fon performansları da gerçekleşmiştir. (Tablo 6)

Ekonomik konjonktür ve piyasa dinamiklerine göre belirlenen fon stratejilerinde baz enstrüman, belirlenen yatırım dönemi ve vadenin, başarılı fon performansları yaratılabilmesi için en önemli unsurlar olduğunu söyleyebiliriz.

AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELE- RİNDE ANAPARA KORUMA AMAÇLI & GARANTİLİ FONLAR

Türk yatırımcıların risk algılaması açısından benzerlik gösterdiği Avrupa ülkelerinden, özellikle Belçika, İspanya, Fransa ve Portekiz'de,

FON PERFORMANSLARI			
Baz Enstrüman	Yatırım Dönemi	Vade	Getiri
İMKB 30 Endeks	13 Aralık 2007-04 Aralık 2008	1 yıl	73.30%
İMKB 30 Endeks	21 Temmuz 2008-04 Mart 2008	7 ay	45.50%
USD/TL	11 Eylül 2008-12 Mart 2009	6 ay	30.85%
İMKB 30 Endeks	09 Mart 2009-09 Mart 2010	1 yıl	28.98%
USD/TL	30 Temmuz 2008-30 Ocak 2009	6 ay	23.78%
USD/TL&EURO/TL En İyi Getiri	14 Ocak 2008-14 Ocak 2009	1 yıl	22.59%
Eurostoxx 50	12 Aralık 2007-26 Kasım 2009	24 ay	21.55%
Enerji Endeksi	19 Ocak 2009-19 Ocak 2010	1 yıl	18.96%
EURO/TL	26 Ocak 2009-26 Ocak 2010	1 yıl	17.81%
İMKB 30 Endeks	11 Eylül 2008-12 Eylül 2009	1 yıl	17.17%
İMKB 30 Endeks&USD/TL En İyi Getiri	11 Eylül 2008-12 Eylül 2009	1 yıl	15.30%
USD/TL Bant Aralığı	22 Aralık 2008-22 Aralık 2009	1 yıl	14.77%
İMKB 30 Endeks&USD/TL En İyi Getiri	25 Ağustos 2008-29 Eylül 2009	1 yıl	13.91%
İMKB 30 Endeks&USD/TL En İyi Getiri	20 Mayıs 2008-06 Mayıs 2009	1 yıl	12.84%
Lokal&Global Hisse Sepeti	30 Temmuz 2008-30 Nisan 2008	9 ay	10.18%
İMKB 30 Endeks	25 Ağustos 2008-29 Eylül 2009	1 yıl	10.00%
USD/TL Bant Aralığı	06 Mayıs 2008-06 Mayıs 2009	1 yıl	9.81%
İMKB 30 Endeks&USD/TL En İyi Getiri	13 Temmuz 2009-13 Ocak 2010	6 ay	8.87%
İMKB 30 Endeks ve USD/TL En İyi Getiri	13 Aralık 2007-04 Aralık 2008	1 yıl	8.68%
EURO/TL	01 Ağustos 2008-01 Ağustos 2009	1 yıl	7.98%
USD/TL Bant Aralığı	24 Ağustos-03 Mart 2010	6 ay	7.61%
İMKB 30 ve USD/YTL ve %10 Sabit Getiri	09 Mayıs 2009-06 Mayıs 2009	1 yıl	7.21%
USD/TL Bant Aralığı	26 Ocak 2009-26 Temmuz 2009	6 ay	7.10%
Eurostoxx 50	12 Aralık 2007-13 Haziran 2008	6 ay	4.38%
3 aylık TL Libor	01/12/2008-24/06/2009	7 ay	2.28%
USD/TL&EURO/TL En İyi Getiri	09 Şubat-05 Ağustos 2009	6 ay	1.49%
Altın	14 Eylül 2009-14 Mart 2010	6 ay	1.31%
İMKB 30 Endeks	21 Temmuz 2008-04 Mart 2008	7 ay	0.29%
İMKB 30 Endeks	28 Ocak 2008-28 01 2009	1 yıl	0.23%
İMKB 30 Endeks ve USD/YTL	14 Nisan-13 Ekim 2008	6 ay	0.19%
İMKB 30 Endeks	02 Mayıs 2008-04 Şubat 2009	9 ay	0.01%

Kaynak: Rasyonet & Sürekli Bilgilendirme Formları & Fortis Portföy Tablo 6

“Bize yakın yatırım kültürüne sahip olan Fransa ve İspanya'nın sırasıyla %3.3 ve %4 Fon büyüklüğü/GSYİH oranları Türkiye'de Yapılandırılmış Fonların ulaşabileceği büyüklük potansiyelini yansıtması açısından önemli bir gösterge.”

Anapara Koruma Amaçlı ve Garantili Fonların önemli bir yer tuttuğunu görüyoruz. Tablo 7

%118 gibi çok yüksek bir Fon Büyüklüğü/GSYİH oranına sahip Lüksemburg, hukuki ve vergisel düzenlemelerde sunduğu kolaylıklar sebebi ile fon kuruluşları için Avrupa'da bir merkez olarak konumlanmakta. Bize yakın yatırım kültürüne sahip olan Fransa ve İspanya'nın sırasıyla %3.3 ve %4 Fon Büyüklüğü/GSYİH oranları Türkiye'de Yapılandırılmış Fonların ulaşabileceği büyüklük potansiyelini yansıtması açısından önemli bir gösterge. Avrupa ülkelerinde fonların vadeleri 1.5 yıldan 15 yıla çıkabiliyor. Türkiye'de de risk algılamasındaki değişim ile birlikte, daha uzun vadelerde alternatif getiri arayışı mümkün olacaktır.

Avrupa Birliği & Türkiye Korumalı ve Garantili Fon Büyükleri / GSYİH				
Ülke	Fon Sayısı	GSYİH (£ mio)	Fon Büyüklük (£ mio)	Fon Büyüklük/GSYİH
Lüksemburg	409	38.705	45.829	118.4%
Belçika	1294	354.961	28.703	8.1%
İspanya	782	1,144,363	45.839	4.0%
Fransa	754	2,035,277	67.250	3.3%
Portekiz	55	173.126	4.511	2.6%
Avusturya	114	297.031	4.773	1.6%
Macaristan	142	110.349	1.503	1.4%
Slovakya	8	67.739	242	0.4%
Çek Cumhuriyeti	19	154.433	314	0.2%
İngiltere	50	1,887,276	3.265	0.2%
Polonya	29	375.92	438	0.1%
Türkiye	32	566.575	296	0.1%
Almanya	3	2,605,800	52	0.0%
TOPLAM	3,691		203,015	

Kaynak: EFAMA (Q409) & World Bank (2008) Tablo 7

Çağdaş Sanat

Moiz Zilberman

Röportaj Güzin Övünç

“Bugüne kadar hiç resim almayan, müzayedelere uğramayan insanlar, resim ve benzeri sanat ürünlerini satın almaya başladılar. Buradaki etken bence Türkiye'nin genel anlamda modernleşmeye, gençleşmeye başlamasıdır.”

Önce sizi biraz tanıyabilir miyiz? Casa Dell'arte'nin faaliyetlerinden bahsedebilir miyiz?

Casa Dell'arte ve CDA Projects adlı galerilerin ortağıyım. 20 yıllık koleksiyonerim. Son 2 yıldır bunu aynı zamanda iş olarak yapıyorum. Burada bunun altını çizmek istiyorum. 20 yıldır sanat eseri alıyorum, büyük bir zevkle biriktiriyorum, öğreniyorum, dünyanın her yerini geziyorum. Son iki yıldan önce de böyleydi. Günlük programlarım dahi öncelikle sergiler, müzayedelere göre belirlenir hale geldi. Bu güzel bir hastalık.

İki yıl kadar önce, şimdiki ortağım Yunus Büyükkuşoğlu ile, ki o da çok önemli koleksiyonerlerden biri, Türkiye'de sanat ortamında koleksiyoner olarak şikayet ettiğimiz konulardan sohbet ederken, 'şikayet edeceğimize bari şu işi biz de yapalım, doğru örnek teşkil edelim, bazı şeyleri düzeltelim' dedik ve bu işe bunun için girdik.

Peki 20 yıl öncesinde sanata merakınız nasıl başladı?

Babam ressamdı. Adı duyulmuş biri değildi ama resim yaparak para kazanıyordu. Ben resim görerek büyüdüm. Esas itibarıyla ilgim ise, bir tanıdığımın bir müzayededen İstanbul haritası almamı rica etmesi üzerine başladı. İlk kez bir müzayedeye gittim, heyecan içinde, o haritayı aldım. Müzayedede tamamen dekoratif etkilerle, ne olduğunu çok da bilmeden bir hat aldım. Bir numaralı sanat eserimdir, hala duruyor. Okuyup öğrendikçe resim sanatıyla daha çok ilgilendim. Ufak ufak bütçem yettiğince almaya başladım, hata yapmaya başladım; çok iyidir hata yapmak, bunlar çok öğretici oldu. Şu anda da sosyal çevremün yüzde 75'i sanat nedeniyle tanıştığım insanlardan oluşuyor.

İşte iki yıl önce yaptığımız görüşme sonucunda Casa Dell'arte'yi kurmaya karar verdik. Uzun yer arayışları sonucu Mısır apartmanında karar kıl-

dık. Çok doğru bir karar olduğunu bugün tekrar görüyorum. Türkiye'deki sanat ortamında yanlış olan birçok şeyi düzeltmek için harekete geçtik. Oldukça da başarılı olduğumuzu söyleyebilirim. Türkiye sanat ortamında bugün ciddi bir değişim yaşanıyor. Türkiye'nin tamamında bir modernleşme yaşanıyor. Sanat işine çağdaş bir bakışla bakan daha çok da 35 yaş ve altı arkadaşlarımızın götürdüğü yeni galeriler var, yeni bakış açıları ile çok başarılılar.

Ülkemizde son yıllarda sanat müzayedelerine ilginin gitgide arttığı gözleniyor. Sanata yatırım nasıl gelişti, bunu neye bağlıyorsunuz?

Türkiye'de sanat eserlerinin alım satımı çok kısıtlı bir kitlenin içinde ve dünya ile kıyaslanmayacak kadar küçük rakamlarla yapılır iken, son 2-3 yılı müthiş bir ivme ile olmak üzere son beş yıldır, hem alıcıların sayısının çoğalmasıyla, hem sanat eserlerinin fiyatlarının yükselmesi suretiyle müt-

hiş bir hareketlenme başladı. Son 3 yılda çağdaş eserler gittikçe ilgi görmeye başladı, bu ilgi ile birlikte genç sanatçıların işleri daha çok talep görmeye başladı. Bugüne kadar hiç resim almayan, müzayedelere uğramayan insanlar, resim ve benzeri sanat ürünlerini satın almaya başladılar. Buradaki etken bence Türkiye'nin genel anlamda modernleşmeye, gençleşmeye başlamasıdır. Dünyada çağdaş sanata olan ilgi, çok uzun yıllar önce başlamıştı. Bizde oldukça geciktiği için bir patlama şeklinde oldu. Nitekim yaşadığımız ekonomik krizde, bütün dünyada fiyatları aslında biraz da suni olarak şişmiş olan birçok çağdaş sanat eserinin genel fiyat düzeyi hızlı bir şekilde aşağı indiği halde Türkiye'de tam tersi oldu. Kriz dönemine bakarsanız Türkiye'de sanat eserleri piyasası ve ortalama eser fiyatı çok büyük bir hızla büyümüştür.

Hızlı fiyat artışları çağdaş eserlerde mi oldu? Yurtdışı ile kıyaslanırsa fiyat düzeyi nasıl?

Fiyat artışları hem çağdaş, hem modern eserler için oldu. Türkiye için 1950 ve sonrasını modern, 1990lar sonrasını da çağdaş olarak değerlendiriyoruz. Bu fiyat artışları dikkat çekmeye başladı. Dikkat çektikçe basın da ilgisini çekti. Basında sanat haberleri, müzayede haberleri eskiden çok az yer alırken, artık on sayfalara çıkmaya başladı.

Genelde bir ülkede çağdaş sanat eserleri fiyat karşılaştırması yapılırken, sanat piyasası gelişmiş olan ülkelerde ilk 15'te yer alan sanatçıların eserleri ortalama kaçta satılıyor diye bakılır. Böyle baktığınızda Türkiye'deki sanat eserlerinin fiyatlarının yükselmesi için daha epey yol var. Eser kalitesi olarak sorarsanız; özellikle çağdaş, genç arkadaşlarım için konuşuyorum ve bunu da her yerde savunuyorum, çağdaş sanatçılarımızın ortalama eser kalitesi, dünyanın her ülkesinde üretilen çağdaş sanatçıların



eser kalitesi ile rahat boy ölçüşecek durumdadır. Fiyatları kesin olarak yükselecek. Modernler ve artık tanınmış olan, bizim established dediğimiz sanatçıların eserlerinin fiyatları belli bir yere geldi.

Yatırım onlara mı yapılıns diyorsunuz?

Alan olarak soracak olursanız, tavsiyem, tavsiye etmeye eğer hakkım varsa, genç çağdaşlara yatırım yapıl-

“ Genelde bir ülkede çağdaş sanat eserleri fiyat karşılaştırması yapılırken, sanat piyasası gelişmiş olan ülkelerde ilk 15'te yer alan sanatçıların eserleri ortalama kaçta satılıyor diye bakılır. Böyle baktığımızda Türkiye'deki sanat eserlerinin fiyatlarının yükselmesi için daha epey yol var. ”

masıdır. Sanat yatırım portföyü ise tabii modernler de bunun içinde yer alacak ama ağırlığın çağdaşlardan yana olması gerektiğini düşünüyorum. Dünyada müzayedelerde çağdaş sanat eserleri de satılıyor. Yaşayan sanatçıların eserleri de satılıyor. Eskiden yaşayan sanatçının eserinin müzayedede olmaması gerektiği gibi bir düşünce vardı. Belki ben de savunmuşumdur bu düşünceyi ama gerçekleri kabul etmek lazım, dünyanın her yerinde bu var.

Türkiye'de durum nasıl? Bu gelişmeyi nasıl yorumluyorsunuz?

Türkiye'de bu biraz sakat geliyor. Müzayedeler ikincil piyasadır. Alıcı, toplayıcı olarak herhangi bir sıfatla, satın aldığınız bir eseri şu veya bu nedenle; fiyat artışından, para kazanmak için, paraya sıkıştığımız için, başka bir şey almak için ya da o eserden sıkıldığınız için ya da almanızın hata olduğunu düşündüğünüz gibi muhtelif sebeplerle ya da veraset sebebiyle, götürürsünüz, satmak istersiniz. Galeriler vardır, dealerlar ya da müzayedeler vardır. Normali budur. Bizde biraz farklı işliyor. Bana müzayedeci dostlarımdan verdiği bilgilerle dayanarak söylüyorum, bugün çağdaş sanat eserleri müzayedelerinde satılan eserlerin üçte birini sanatçılar

veriyor, üçte birini galeriler veriyor, kalan üçte biri de gerçek ikincil piyasa satışı oluyor. Bunun doğru olup olmadığını tartışmaktan çok, bunu tespit etmekten yanayım. Böyle bir gerçek var ortada. Bu tabii galeriler için hoş bir durum değil. Çünkü sanatçılar müzayedelerde satmaya çalışıyor, galeriler de bu sefer müzayede kanalıyla satış yapmaya çalışıyorlar, günümüz çağdaş sanat dünyasındaki işleyişe uygun olmayan bir işleyiş var. Ama Türkiye’de çağdaş sanat daha çok yeni, gelişmesi zaman alacaktır, bu büyüme sırasındaki anomalilerden biridir, zaman içinde batıdaki duruma geleceğini düşünüyorum. Müzayedelerin sırf ikincil piyasayla beslenebilmesi için çok eserin üretilmesi, çok eserin satılması - el değiştirecek hale gelmesi lazım. Müzayedeler o kadar çekici geliyor ki bunun çağdaş sanatçıya, galericiye, pozitif bir dönüşü de var. Müzayedeler bu kadar sansasyon yaratmasaydı, bu kadar genişleyen bir ilgi olmayacaktı, bu da bir gerçek.

Bir sanat eseri alırken kime danışılmalı, hangi kriterlere bakılmalı, yükselen fiyat bir gösterge midir?

Bir sanatçının eserinin birkaç müzayedede çok yüksek fiyata satılmış olması, tek başına sanatçının çok iyi olduğunu anlatan bir gösterge değildir. Mutlaka güvendiğimiz, bildiğimiz insanlara danışmak lazım, araştırmak lazım. İnternete girdiğiniz zaman birçok şey hakkındaki bilgiyi bulabilirsiniz. Lebriz.com diye bir site var, müzayedelerde yapılan satışlarla ilgili bilgi var, grafikleri görebiliyorsunuz. Benim fikrim ise şöyle; Beğendiğinizi asla almayın. Sadece size tavsiye edildiği, fiyatının ehven olduğu söylendiği ya da, sadece çok iyi yatırım olduğu söylendiği için, sanat eserini almayın. Beğendiğinizi alın. Sanat eserinden anlamak diye bir şey yoktur. Herkesin kişisel bir zevki vardır ve bu zaman içinde beslenir

“*Sadece size tavsiye edildiği, fiyatının ehven olduğu söylendiği ya da, sadece çok iyi yatırım olduğu söylendiği için, sanat eserini almayın.*

Beğendiğinizi alın. Sanat eserinden anlamak diye bir şey yoktur. Herkesin kişisel bir zevki vardır ve bu zaman içinde beslenir büyür, değişir. Ben bunu 20 yıllık koleksiyoner olarak söylüyorum.”

büyür, değişir. Ben bunu 20 yıllık koleksiyoner olarak söylüyorum. Bir de fiyat en tepede iken almayın. O yüzden gençleri tavsiye ediyorum. Yeni sanat eseri almaya merak saran arkadaşlara hemen almayın diyorum. Biraz gezin, dolaşın, sorun, öğrenin, birkaç ay hiçbir şey almayın. Kendi zevkinizi test edin. Asla sadece yatırım için almayın. Sanat birincil olarak yatırım aracı değildir. Eğer duvarınıza asmaktan zevk alacaksınız alın. Belki değerini korur, ya da gün olur satmak isterseniz size çok iyi para da kazandırabilir. Ya da çocuklarınıza bırakırsınız, onlar için çok güzel bir değer oluşturmış olur, bir de farklı bir kültür aşılamaş olursunuz.

Sanat dünyasının içinde olmak insana çok hoş, keyifli bir çevrede olma imkanı da veriyor. Müşteri olarak tanıştığım veya benim müşteri olduğum pek çok insanla artık dostluğumuz alışverişlerimizin önüne geçti. Haftanın dört günü bu işle, iki günü de sanayi işiyle ilgileniyorum. Bu kombinasyondan çok memnunum, bana keyif veriyor. Geçenlerde Çağdaş Yaşamı Destekleme Derneği'nin

Baba Beni Okula Gönder kampanyası için yapılan bir bağış müzayedesindeydik. Bizler hem sanatçı arkadaşlarımızla eser bağışladık, hem ben kişisel olarak eser satın alarak bağışta bulundum. Müzayedenin sonunda ilan ettiler; hedef 700,000 lira idi, iki milyon lira toplanmış. Üç yurt yapılacak. Bu ülkede bazı şeylerden şikayet ediyorsak, bazı şeyleri de yapmak lazım. Böyle bir sosyal tarafı da var.

Sanat eserini severek değil sadece yatırım için alanlara 'başka alanlara gidin, burayı boşaltın' diyorum.

Konuşmamızın başlarında bahsettiğiniz yanlışlıklardan birisi bu muydu?

Galeriler kolay bir hayat yaşamıyorlar. Masrafları göze alıyorsunuz, ondan sonra çok dar sayıda bir kitlenin resim alması için uğraşıyorsunuz. O yüzden Türkiye’de galeriler hep belli maddi sıkıntılar içinde oldu. Dolayısıyla bunu kısmen sanatçılara yansıtırlar. Ama artık dünyada bu iş böyle olmuyor. Belli bir bütçenin ayrılması halinde, galeri işinin daha ciddi olarak yapılması, sanatçılara bu tür sıkıntıların yaşatılmaması mümkün. İkincisi Türkiye’de dışa açılma ile ilgili bir sıkıntı vardı, şimdi ise özellikle gençler sayesinde bu aşılmaya başlandı. Eskiden galericiler, 'dışarıdan da gelmesin, biz de gitmeyelim, 3-5 alıcı var biz onlara satarız aynı eserler gider gelir gider gelir', böyle bir havadaydı. Yabancı sanat eserlerinin de Türkiye’de sergilenmesi gerektiğini söylediğim zaman karşı çıkıldı. Son dönemde sevinçle söyleyebilirim ki bizim dışımızda da birçok kuruluş, galeri, çağdaş Türk sanatının yurtdışında tanıtılması için çok başarılı çalışmalar yapıyor. Çok önem verdiğimiz bir misyonumuz da gençlerin desteklenmesi. Bir kota tayin edip seçtiğimiz genç arkadaşlara her ay belli bir ödeme yapmaya başladık onların gündelik hayatlarını devam ettirebilecekleri, kendilerini sanatlarına adayabilecekleri bir ortam yarattık.



Sanatçılarla sözleşme yapmaya başladık. Çok az sayıda kişi yapıyordu bunu, şimdi sanatçıların bütün galerilerden bunu istediğini ve çok hoşuma giderek duyuyorum. Türkiye böyle bir değişimin eşiğine gelmişti biz de bu değişimi hızlandıran kuruluşlardan biri olduk.

Sanatçıların eserleri yurtdışında sizin aracılığınızla mı yoksa kendi çabalarıyla mı sergileniyor?

Kendi çabalarıyla bunu yapmaya çalışıyorlardı, pek başarılı olmuyordu. Bunun kurumsal olarak yapılması lazım. Bütün dünyada bu üç yöntemle yapılır: Galeriler yoluyla, devletin veya kamu kurumlarının katkılarının olduğu organizasyonlar yoluyla ve bir de STKlar vasıtasıyla. Bunun doğru yöntemi kurumlar vasıtasıyla olmasıdır. Güzel bir örneğini geçen yılın sonunda Berlin'de gördük. Berlin'de çok önemli Türk sergileri açıldı. Türkiye'den önemli sanatçıların işleri orada çok önemli sanat merkezlerinde sergilendi. Bu bir işbirliği sayesinde olabildi; galeriler, sanatçılar, oradaki ve buradaki küratörler, İstanbul Modern Sanat Müzesi.

Türkiye'de özel müzeler de daha yeni ortaya çıktı, bu konuda düşünceniz nedir?

Evet, Türkiye'de çağdaş sanat eserlerinin gelişmesi için gereken bir konu da bütün dünyada olduğu gibi müzelerin kurulmasıdır. Özel müzelerin kurulabilmesi de müzelere bağışlanan eserleri veraset ve intikal vergisinden muaf kılan bir yasa değişikliği ile mümkün oldu. Bu sayede nihayet kişisel müzeler kurulmaya başlandı. İstanbul Modern Sanat Müzesi, San-

tral İstanbul, Pera müzesi kuruldu. Şu anda İstanbul'da bildiğim ciddi hazırlıkları devam etmekte olan 3-4 tane müze var. Henüz kağıt üstünde de bir o kadar daha müze var. Bunlar da tabii sanatın daha geniş kitleler tarafından algılanmasına imkan verecek. Birçok işadama koleksiyonlarını müzelerde sergilemeye başladılar. Koleksiyoner olarak söylüyorum, koleksiyon yapmanın zevkinin en az yarısı paylaşmaktır. Bir yandan da gerçek anlamda bir müze kurmak istediğiniz zaman bunun masrafı da çok ağırdır. Dolayısıyla müze kuran insanlara her türlü kolaylığın gösterilmesi lazım.

Dünyada koleksiyonerlik alanında trend nasıl, krizin etkileri gözleniyor mu?

Kriz türev piyasalarından kaynaklanıyordu. Buradaki köpük, sanat piyasasına da yansımıştı. Bu köpükten oluşan gelirler sanat piyasasında da belli bir şişmeye yol açmıştı. Çağdaş sanatta da türevler çıkmaya başlamıştı. Bankalardan kredi alınıp belli sanatçıların eserlerine yatırım yapılıyordu. Tabii bu tür çok speküle edilmiş olan sanatçıların eserlerinde ciddi bir fiyat düşüşü yaşandı, baktığınız zaman ne kadar çok spekülasyon yapıldıysa bir alanda, o kadar çok fiyat düşüşü oldu. Tüm sanat eserleri piyasasında bir küçülme yaşandı. Özellikle 2008 ikinci yarısı ve 2009'da. Ortalama fiyatlar her alanda en az iki haneli olmak üzere düştü. Şimdi yeniden toparlanmaya başlandı. 2010'un başından itibaren hızlı bir toparlanma var. Bunda krizin çok korkulduğu gibi uzun sürmeyeceği algısının da bence rolü var. Bir de insanların yatırımları var, onların değer kaybetmemesi için işlem görmesi gerekiyor.

Türkiye'ye dönersek, 2010 İstanbul Kültür Başkenti faaliyetlerini nasıl görüyorsunuz?

Bildiğimiz kadarıyla oldukça ciddi bir bütçesi var ancak dağ fare doğurdu. Bir İstanbullu olarak, sanatsever olarak ve bir galerici olarak sonuca bakıyorum, ben ortada hiçbir şey görmüyorum. Gördüğüm tek şey zaten yapılması gereken bir takım restorasyonların yapılmaya başlanmış olması, AKM'ye hiçbir şey yapılmaması. Eğer 2010 kültür başkenti olmaktan biz ünlü bir sanatçıya konser verilmeyi, havai fişek patlatmayı, boğazda 1000 davul çaldırmayı anlıyorsak, o zaman çok başarılı (!) bir 2010 projesi var demektir. Birçok yabancı sanatçı dostum var, 2010 kültür başkenti projesi için çok heyecan içindeydik, birçok proje yapılacak, yabancılar buraya çok gelecek, dolayısıyla hepimiz bundan fayda göreceğiz diyorduk. Bu arkadaşlarımız hep şunu soruyorlar: '2010'un bir programı var mı?' Maalesef bir fırsatı harcıyoruz gibi geliyor bana. Çok iyi niyetli insanlar çalışıyorlar, doğru projeler de var. Mesela çok hoşuma giden bir projede, şu anda İstanbul'un banliyölerinde mobil sergiler açılıyor. Oradaki bir küratör dostumuzun çabaları sayesinde kabul edilmiş olan bir proje, çok güzel bir şey. Sanatın kendisinin sanata gelemeyecek olan halk kesimlerine götürülmesi anlamında bence çok doğru bir proje. Belki bilmediğimiz başka doğru projeler de vardır ama ben bile bu projeyi şöyle bir duyuyorum. Neyimiz eksik diye bakmalıydık. İstanbul'un arkeolojik sanatın merkezi olduğu kadar çağdaş sanatın da bir merkezi olduğunu anlatacak etkinlikler yapılmalıydı. Dışarıda ve içerde. İyi bir fırsat bunu değerlendirelim dedik ama benim tanıdığım birçok insanın verdiği projeye cevap bile verilmedi.

TOYOTA HİSSE SENEDİ YATIRIMCILARI NE YAPSIN?

Toyota şirketinin bazı hissedarları Toyota'nın kendilerini yanlış yönlendirdiği gerekçesi ile şirketi dava etme kararı aldı.



Japon araba üreticisi Toyota 1930'larda kuruldu ve yirmi yıl sonra 1950'lerde şirket iflasın eşiğine gelmişti. Bugün şirket o krizi çoktan geride bıraktı ve dünyada 320.000 kişiye iş sağlıyor. Bir yılda tüm dünyada yaklaşık 7.5 milyon araba satışı yapıyor ve 653.000 hissedarı var. Bu hisselerin yaklaşık %35'i finansal kurum ve bankaların mülkiyetinde bulunuyor. %22'si bireylerin elinde ve geri kalan kısmı ise diğer kurumların elinde bulunuyor.

Şirket bu yılın başlarında bazı arabalarını teknik arızalar sebebi ile geri çağırma kararı aldı. Üretilen arabalardaki fren ve gaz sistemlerinde yaşanan teknik problemin büyüklüğü konusunda yatırımcıları yeterli derecede bilgilendirmemesi iddiası ile hisse senedinin yüksek değer kaybı yaşaması büyük bir sorun oldu. Toyota şirketinin bazı hissedarları Toyota'nın kendilerini yanlış yönlendirdiği gerekçesi ile şirketi dava etme kararı aldı.

İlave olarak arabalarının değer kaybettiği gerekçesi ile araba sahipleri de davalar açtılar. Burada yatırımcıların dava konusu ettiği husus, şirketin problemin sürücü hatasından da oluşabilecek basit bir sorun olduğu iddiası ile basın açıklamaları, konferanslar, televizyon röportajları ve analist toplantıları düzenleyerek yatırımcıları yanıltması iddiası oldu.

Şirketin yaşadığı bu sorunlu olaylar karşısında, borsadaki işlem hacmi bu sene geçen seneye göre çok yükseldi. Hisse senedi bu haberler üzerine dalgalı bir seyir izleyerek



Dr. Belma Öztürkcal

Tokyo ve Amerika borsalarında önce değer kazanıp, sonra %16 kadar değer kaybetti. Bunun sonucunda şirket değeri Japonya'da 25 milyar USD değerinde kayba uğradı. Amerika'da piyasa değeri %13 azalarak 136 milyar USD değerine düştü. Dava sebepleri arasında ihmal ve bilinçli yanıltma ile arabaların tehlike yaratması ve bunun sonucunda oluşan piyasa değeri kaybı iddiası da önemli yer tutuyor. Açılan davalarda taleplerin üç milyar USD değerine ulaşması bekleniyor. Mart 2010 bu davaların başlangıç tarihi olacak.

Bu noktaya gelinmesinin sebeplerini şöyle özetlemek mümkün;

Toyota arabalarında güvenlik konusunda teknik eksikler vardı. Şirket planlı net bir çözüm programı üretmedi.

Orta kademe yöneticilerin açıklamaları ile sorunu çözme yoluna gidilirken şirketin CEO'su yani en tepe yöneticisi bu açıklamaları yapmadı.

Kalite şirketin en önde tuttuğu özellik iken, şirket yönetiminin bu değer arkasında durduğunu ispat eden bir strateji uygulanmadı.

Güveni tekrar teşkil edecek bir yapı kurulmadı.

Bu yaşanan problemi fırsat bilerek ileriye yönelik bir çözüm geliştirilemedi.

Yatırımcıları ikna edecek kuvvetli bir yönetimin bu sorunu çözmek için tam gücü ile devrede olduğuna yönelik bir inanç oluşmadı.

Toyota'nın bu mahkeme sürecini nasıl aşacağı hususu hissedarlar için zor bir karar dönemi oluşturuyor. Bu şirket yıllardır bilinen ve büyük bir üretici şirket olması sebebi ile bugüne kadar güven problemi gündeme gelmemişti. Şirket yönetiminin bu konuda önümüzdeki dönemde atacağı adımların, hisse senedi fiyatlarını da etkileyeceği gerçeğini göz önünde tutmak gerekiyor.

“Toyota'nın mahkeme sürecini nasıl aşacağı hususu hissedarlar için zor bir karar dönemi oluşturuyor. Bu şirket yıllardır bilinen ve büyük bir üretici şirket olması sebebi ile bugüne kadar güven problemi gündeme gelmemişti.”



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

Efsanevi yatırım gurusu Warren Buffett'in son 45 yılda hissedarlarına kazandırdığı rakam yıllık ortalama % 20! Bu, bir çok yatırımcının gıpta ile baktığı bir getiri olduğu kadar, en iyi yatırım fonu yöneticilerini bile gölgede bırakan bir performans.

Morningstar'ın yaptığı araştırmaya göre, yalnızca iki fon bu dönemde Buffett'in olağanüstü performansına bir miktar yaklaşabiliyor: Buffett'in Berkshire Hathaway'daki başkanlık dönemi ile karşılaştırıldığında % 16.3 getiri sağlayan Fidelity Magellan Fonu ve yine aynı dönemde %e 13.4 getiri sağlayan Templeton Growth Fonu.

Buffett her ne kadar defter hesabı üzerinden giderek gerçek getirisini % 20.3 olarak ifade etse de, Berkshire Hathaway'ın A-grubu hisselerinin piyasa değerleri üzerinden 1965'den bu yana getirisi % 22 olarak hesaplanıyor. Bu durumda 1 Ocak 1964 yılında fona yatırılan 10,000 doların değeri (bugünkü değerlerle 60,000'dolaraya karşılık geliyor) şimdi 80 milyon dolara ulaşacaktı. Aynı hesaplama ile rakiplerini de değerlendirdiğimizde Fidelity'ye yatırılan paranın 9,1 milyon dolar, Templeton'a yatırılan paranın ise 2,9 milyon dolar olabileceği ortaya çıkıyor.

Söz konusu hesaplamalar 2009 sonu itibarıyla geçmiş 45 yılı dikkate alıyor. Bu dönemde S&P 500 Endeksi yıllık ortalama % 9.3 artış gösterirken, endekse yatırılan 10,000 doların getirisi

Warren Buffett'in yanına yaklaşan yok !

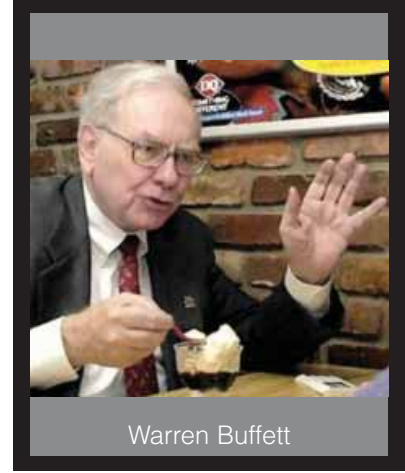
de 560,000 dolar olarak hesaplanıyor. Getiri oranlarındaki küçük farklar uzun dönemde bileşik getiri hesabına vurulduğunda, inanılmaz getiri uçurumları yarattığı bu örneklerle de görülebiliyor. 1965 yılında yalnızca 145 adet yatırım fonu bulunmaktaydı.

Buffett'in performansının fon yöneticileri ile karşılaştırılmasının bir anlamda elma-armut karşılaştırması gibi olduğu da ileri sürülebilir. Buffett'in portföy yönetimi daha geniş özgürlüklere sahip ve fon yöneticilerinin bağlı bulunduğu yasal sınırlamalara uymak zorunluluğu olmadığı gibi, temel farklılığın kısa vadeli performans baskısından uzak, uzun vadeli stratejileri uygulayabilmesinden kaynaklandığı ileri sürülüyor.

Kısa vade baskısının fon portföy yöneticilerinin aşırı oranda işlem yapmasına yol açtığı ve bunun da Buffett'in eleştirdiği bir tarz olduğu biliniyor. "How to Pick Stocks Like Warren Buffett" kitabının yazarı Timothy Vick'e göre, Buffett'in yatırım felsefesinde portföy çevirme oranı yıllık % 10-15'i geçmemeli; böylelikle ortalama hisse senetlerini elde tutma dönemi 8-10 yıl olmalı. Bu durumda, ortalama portföy çevirme oranının % 100 olduğu fon sektörünü Buffet bir anlamda kumarhane gibi görmekte.

Templeton Growth Fund da yoğun bir şekilde değer yatırıma ağırlık veren ve ucuz aldığı hisse senetlerini uzun süre taşıyabilen bir fon. Yıllık portföy çevirme oranı da % 10'un biraz üzerinde. Morningstar'ın fon analistlerinden Kevin McDevitt, her iki başarılı fonun da ortak bir özelliğini ortaya koyuyor.

Templeton Fonu, önceki yıllarda % 10-20 oranında nakit taşımaktaydı ve bu nedenle başarılı sonuçlar elde etti: 2000, 2001 ve 2002 yıllarında S&P 500 Endeksi sırasıyla % 9.1, % 11.9 ve % 22.1 gerilerken, Templeton Fonunun A-Grubu hisseleri sırasıyla % 1.7 ve % 0.5 değer kazandı, 2002 yılında ise % 9.5 değer kaybetti. Ancak 2008



Warren Buffett

yılında Fon tüm nakitlerini hisse senetlerine yönlendirdiğinde, yıllık kaybı % 43.5 oldu. Ancak bu strateji sayesinde 2009 getirisi de % 31 oldu.

Berkshire'in getirisi ise 2000'de % 6.5, 2001'de % -6.2 ve 2001'de %10 oldu. Fon'un getirisi 2008'de % -9.6 ve 2009'da %19.8 oldu. 2008 ve 2009 yıllarında S&P 500'ün getirisi sırasıyla % 37 gerileme ve % 26.5 artış şeklinde oldu.

Buffett, fon performansını değerlendirdiği son yıllık toplantıda, "S&P 500'ün artıda olduğu bazı yıllarda geride kaldıysak da, endeksin eksi getiride olduğu 11 yılda istikrarlı bir şekilde daha iyi performans sağladık. Bizim savunmamız hücum gücümüzden daha iyi" şeklinde özetledi.

Fon yöneticilerinden çok daha fazla özgürlük alanına sahip olan Buffett, 2007 yılının sonunda Berkshire'da 44 milyar dolar nakitte durabiliyordu. Şirketin kaynaklarının % 35'ini oluşturan bu meblağ ile kriz piyasasında karşısına çıkan fırsatları daha kolay değerlendirebilirdi.

Diğer yandan, Fidelity Magellan ise büyüme ağırlıklı bir fondu. Ancak Fidelity'nin uzun vadeli getirisi istikrarsız oldu. Fon, altın yıllarını yaşadığı 1977-90 arasında, efsanevi fon yöneticisi Peter Lynch'in yönetiminde ortalama %29 gibi bir performans elde etmişti. Ancak daha sonraki fon yöneticileri bir anlamda onun sermayesinden yediler.

ABD'de yatırım fonlarının katılma payı grupları sadeleştiriliyor

Doğru hisse senedini seçmek önemli bir maharet gerektirirken, ABD'deki yatırımcıların işi bununla da bitmiyor. Türkiye'deki fonu sektöründen farklı olarak, ABD'de birçok yatırım fonuna ait birden fazla katılma payı grubu bulunmakta. Yatırımcının kendi hedeflerine uygun yatırım fonunu bulduktan sonra A,B,C şeklinde sınıflandırılan, kendisine uygun fon grubuna da karar vermesi gerekmektedir. Bu sınıflandırmanın, artık aşırıya kaçtığı ve sadeleştirilmesi gerektiği yönündeki tartışmalar bazı şirketlerin harekete geçmesine yol açtı.

A grubu fon katılma payları, örneğin, uzun vadeli yatırımcıları hedeflerken belli bir satış komisyonu ile yatırımcıya sunuluyor ve yönetim ücretleri daha düşük oluyor. B Grubu fon katılma payları ise daha ziyade kısa vadeli düşünen küçük yatırımcıları hedefliyor. B grubu paylarda giriş ücreti yok ancak erken çıkışlarda (örneğin altı yıldan önce) yatırımcı fonu satarken, çıkış yılına göre belli miktarda "ceza" komisyonu ödüyor. C grubu katılma paylarında satış komisyonu alınmıyor,

yatırımcı fonu geriye sattığı zaman B grubuna göre daha düşük bir ceza komisyonu ödüyor. Ancak C grubu katılma paylarında genel olarak uygulanan fon yönetim ücreti diğer gruplardan farklı ve daha yüksek oluyor. Ancak sektör, bu yapıyı da verimli olmadığı kanısı ile sadeleştirme yoluna gidiyor.

Morningstar'ın araştırmasına göre, geçen yıl 400 civarında fon en az bir fon grubunu ortadan kaldırdı, önceki yıl ise % 40 kadar daha fazla sayıda fon aynı yolu tercih etti. Bu eğilime neden olarak, az sayıda katılma payı grubunun daha düşük maliyetli olması gösteriliyor. Ancak, esas nedenin sektörde satış komisyonu olmayan (no-load funds) fonlara doğru gelişen raçbet ve yatırımcı talebi gösteriliyor. Strategic Insight grubunun yaptığı araştırmaya göre, geçen yıl satılan fonların % 62'sinde herhangi bir satış komisyonu bulunmuyordu. Wells Fargo'nun bir yan kuruluşu olan Evergreen Investments da yatırımcı talebini" gerekçe göstererek, B Grubu fon katılma paylarını kaldırdığını açıklamıştı.



Peter Lynch

Bu gelişmeler yatırımcılar açısından olumlu değişiklikler olarak değerlendirilse de, sektör bu düzenlemeleri sessiz sedasız geçekleştirmeyi tercih ediyor. Zira yatırım danışmanları tarafından yanlış yönlendirilen veya farkında olmadan yanlış katılma payı gruplarını seçerek, gereksiz yere fazladan komisyon veya çıkış cezası ödeme durumunda kalan yatırımcıların tepkisinden çekinmektedirler.

Hedge Fonların mükemmel yılı

Credit Suisse Tremont adlı sektör analizi şirketinin yaptığı araştırmaya göre, hedge fon sektörü 2009 yılında yüzde 18.6 getiri ile tarihi yıllarından birini yaşayarak, toparlanma sürecine girdi. Sektörün yıllık fon akışı eksi düzeyde gerçekleşse de, son çeyrekte kaydedilen 13.8 milyar dolarlık yatırımcı girişi Hedge Fund Research'a göre sektörün zirve yılları ile karşılaştırılabilir düzeyde.

Lehman Brothers'ın batması ile ivme kazanan kriz ortamında, yatırımcılar sektörden 99 milyar dolar para çekmişler ve hedge fonlar 2008'in ikinci yarısında yüzde 19.5 küçülmüştü. 2009 yılında sektörün toparlanması ardından, bugün yönetilen fon toplamı,

HFR Başkanı Ken Heinz'e göre, tüm zamanların rekoru olan 1.9 trilyon dolardan yalnızca 300 milyar dolar eksik olarak 1.6 trilyon dolar düzeyine ulaşmış bulunuyor.

HSBC tarafından izlenen 2009'un en başarılı ve en kötü hedge fonları şu şekilde sıralanıyor: Servest Partners, Turnberry Capital ve Palomino % 229, % 156 ve % 130 ile en başarılı hedge fonlar. En kötü getiriler ise Horseman Global, Tulip Trend ve Bennelong Asia Pacific Multi Strategy'e ait; sırasıyla eksi olarak % 25, % 25 ve % 21.

Geçen yıl yaklaşık 2000 adet hedge fon likide edilerek sektörden çekilirken, aktif fon sayısı 9000'e geriledi. Sektördeki gerileme sonucu yönetim

ücretleri aşağı çekilmek zorunda kaldı. HFR'nin araştırmasına göre, ortalama yönetim ücreti oranı yüzde 2'den 1.6'ya gerilerken, ortalama başarı primi de % 20'den % 19.2'ye geriledi. Çok sayıda fon, talebi artırmak için geri ödeme sürelerini kısaltarak bazı yapısal düzenlemelere gitti.

Piyasaların genel olarak yükseldiği bir "alıcı" piyasası olan 2009'un tersine 2010'un daha zorlu geçmesi bekleniyor. Geçen yılın son çeyreğinde sektöre olan yönelimin daha çok kısa/uzun hisse fonları, yönetilen vadeli fonlar ve yüksek-verimli stratejilere yönelik olduğu kaydediliyor.

ABD'de 50 milyon ailenin yatırım fonu var!

Investment Company Institute (ICI)'in yaptığı son araştırmaya göre, ABD'de 50 milyon ailenin yatırım fonu hesabı bulunmakta. Hanehalkı yatırımları içinde menkul kıymet yatırım fonları aslan payını alırken, üç milyon ailenin Borsa Yatırım Fonlarına ve 1.8 milyon ailenin de yatırım ortaklıklarına yatırım yaptığı belirtiliyor.

ICI'nın kıdemli direktörlerinden Sarah Holden, son araştırmanın da gösterdiği gibi yatırım fonlarının emeklilik, eğitim masraflarını karşılama ve kişisel tasarrufları değerlendirme amacıyla ABD'li yatırımcıların başlıca yatırım aracı olmaya devam ettiğini belirtti.

Araştırmanın diğer belli başlı bulguları,

- Yatırımcıların büyük çoğunluğu orta gelir kesiminden ve tasarruf dönemlerinin zirvesinde bulunuyorlar: Fon sahibi hanehalkının beşte üçünün yıllık geliri 25,000-99,999 dolar ve çoğunluğu 35-64 yaş arasında.
- Fon performansı yatırımcıların tercihlerinde yine ön sırada bulunuyor. Sektör konusunda görüş belirten yatırımcıların üçte ikisi fon performansının "çok önemli" olduğunu vurguluyor. Yatırımcıların görüşlerini şekillendiren diğer faktörler arasında, yatırım danışmanlarının tavsiyesi, belli bir fon şirketi ile olan deneyimleri ve belirli finansal organizasyonlar sıralanabiliyor.
- Genç yatırımcıların sektöre bakışı "yaşlı" yatırımcılara göre daha

olumlu. Otuzbeş yaş altı kategorisinde fon sektörüne yatırım yapmış olan grubun % 72'si sektöre ilişkin bakış açılarını "çok iyi" veya "yeterli oranda iyi" olarak belirtirken, 65 yaş üzerinde bu oran 61'e geriliyor.

- 2009 yılının kriz ortamında yatırımcıların güveni bir ölçüde sarsıldıysa da, fon yatırımcılarının çoğunluğunun mali hedeflerine ulaşmada sektörün kendilerine yeterince yardımcı olacağı yönündeki güveni hala güçlü! 2009 yılında fon yatırımcılarının % 73'ü sektöre olan güvenlerinin "çok" veya "yeterli derecede" olduğunu belirtirken, bu oran 2008 yılında % 85 idi.

- 10 fon yatırımcısından 9'unun internet kullanıcısı olduğu ve sekizinin finansal yatırımlarını internet üzerinden yönlendirdiği belirtiliyor.

Kurumsal Yatırımcıların hedefinde Asya hisseleri var

Kurumsal yatırımcıların çoğu Asya bölgesine ilişkin bilgi ve uzmanlık eksikleri olduğunu itiraf etseler de 2010 yılında buradaki yatırımlarını artırmayı planlıyorlar.

Economist Intelligence Unit'in yaptığı bir ankete cevap verenlerin yalnız beşte biri Asya'daki büyüme hikayesinin abartıldığını düşünüyor. Buna yakın orandaki bir azınlık da bölgede kriz sonrası toparlanmanın mali genişlemenin bir ürünü olduğu ve sürdürülebilir olmadığını inanıyor.

FT.com'da yer alan anket sonuçlarına göre, bölgedeki siyasi istikrarsızlık korkusu daha fazla yatırım için en fazla engel olarak görülen faktör oldu. Katılımcıların üçte biri tarafından belirtilen bir diğer engel ise, Asya piyasalarına ilişkin bilgi

ve uzmanlık eksikliğiydi. Buna karşılık bu grubun yaklaşık yarısı ise Çin'e yatırımı artırmayı, üçte biri de aynı şeyi Hindistan için planladıklarını belirttiler.

Genel olarak yatırımcılar gelişmiş piyasalar yerine, hızlı büyüyen gelişmekte olan Asya piyasalarını tercih ettiler. Katılımcıların % 59'u Çin'e yatırımları artırmayı planlarken, sadece % 12'si Japonya'ya daha fazla pay ayırmak istediğini söyledi.

Tercih edilen varlık grubu ise hisse senetleri oldu. Katılımcıların % 63'ü bölgedeki hisse senetlerine yatırımı (Avustralya ve Japonya dışında) artırmayı planlarken, tahvillere yatırımlarını artıracaklar % 35, gayrimenkul diyenler ise % 26'lık bölümü oluşturdu.

Katılımcıların üçte ikisi gelecek üç yılda Asya'ya önemli oranda kurumsal yatırımcı geçişleri olacağı tahmininde bulunurken, sadece dörtte biri önümüzdeki 10 yılda Hong Kong ve Şangay gibi merkezlerin Londra ve New York gibi batıdaki rakiplerini geçeceğine inandıklarını söyledi.

Anket katılımcılarının çoğunluğu hisse senedi, gayrimenkul ve döviz gibi Asya varlıklarına yatırım yapmanın batıdaki benzer piyasalara yatırım yapmaktan daha riskli olduğuna inanıyor. Tahvil ve kamu borçlanma araçları ise eşit veya daha az riskli görülüyor.

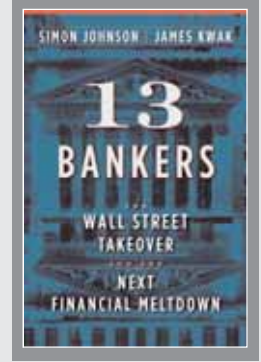
Anket Avrupa ve Asya merkezli 109 kurumsal yatırımcı ile yapıldı. Katılımcıların yarısından azı yatırım bankalarında çalışıyor.

Krizin nedeni: Wall Street-Washington işbirliği

Son finansal krizi, ABD cumhuriyetinin kuruluşundan başlayarak devam eden siyasi döngülere bağlayan '13 Bankacı: Wall Street'in Ele Geçirilmesi ve Gelecek Finansal Erime' (13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown) adlı kitap, kriz sırasında finans endüstrisinde hakim olan "batmak için fazla büyük" anlayışının karşısında duruyor. Kitabın yazarlar finansal sistemin bozulduğunu ve bunu Wall Street ile Washington'un birlikte yaptığını, acilen reform gerektiğini ve aksi takdirde tehlikeli sonuçlar doğuracağını vurguluyor.

Bu kitap son finansal krizin, konut politikasından, bankalara asgari sermaye gerekliliğine kadar bir çok nedenini ortaya koysa da; yazarlar esas suçu hakim olan yasal düzenleme ideolojisine ve Wall Street'in siyasi etkinliğine yüklemişler. MIT Sloan İşletme Okulu profesör olan ve IMF'nin eski baş ekonomisti Simon Johnson ve McKinsey eski danışmanı James Kwak; Jefferson ile Hamilton arasındaki ABD'nin ilk bankasına ilişkin tartışmadan; Büyük Finans ile demokrasi arasında sık sık rastlanan sür-

tüşmeye ve Obama yönetiminin krize yanıtına kadar Amerikan finans sektörünün zorlu seyrini yazmışlar. ABD'de gayrisafi yurtiçi hasılanın % 60'ından fazlasını kontrol eden altı mega banka -Bank of America, JPMorgan Chase, Citigroup, Wells Fargo, Goldman Sachs ve Morgan Stanley - riskli aktifleriyle halen olası bir yeni finansal krizi yaratacak tehditler olarak görülüyor. Son önlemleri eleştiren yazarlar, bankaların iflasına izin verilmesinin devletleştirilmelere göre tercih edilebilir olduğunu savunuyor. Çünkü devletleştirme bankaların yeniden güç ve kaynak kazanmasına imkan tanıyor. Bu bilgi dolu ve nüans sahibi kitap, mantıklı, ilginç ve kolay anlaşılır bir bakış açısıyla yüklü miktarda araştırmayı bir araya getiriyor. Ascent of Money'nin yazarı, Harvard Üniversitesi tarih profesörü Niall Ferguson, kitabın temel eserlerden olduğunu belirterek, bu krizin politik ekonominin krizi olduğunu ilk vurgulayanlardan birinin yazarlarından Simon Johnson olduğunu ifade ediyor. New York Üniversitesi'nden Nouriel Roubini de, dünya ekonomisinde gelecekte ne olacağını anlamak isteyenler için başucu kitabı olduğunu vurguluyor.



13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown

Simon Johnson ve James Kwak

Pantheon,
Mart 2010, 320 sayfa

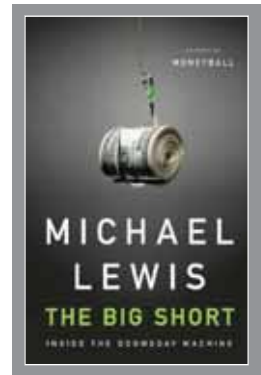
Sistemin hırs, ahmaklık ve ikiyüzlülüğü

ABD ekonomisinin nasıl uçuruma doğru yönlendirildiğini karakter bakımından zengin ve mizahi bir yöntemle anlatan kitap, para ve finans konularının usta yazarı Michael Lewis'in kaleminden çıkmış. New York Times gazetesi yazarı Michiko Kakutani'nin tabiriyle "Hiç kimse para ve finans konusunda Michael Lewis kadar canlı biçimde yazamıyor." Daha önce Yalancının Pokeri adlı kitabıyla çok satanlar listesinde ilk sıraya yerleşen Michael Lewis, bu kez 'Büyük Satış: Kıyamet Günü Makinasının İçinde' (The Big Short: Inside the Doomsday Machine) adlı kitabıyla okuyucuların karşısında. Lewis'in kitabı, Amazon.com'un çok satanlar listesinde altıncı sırada yer alıyor. Yine Kakutani'ye göre, Lewis, sistemin hırs, ahmaklık ve iki yüzlülük gibi yanlarını, romancı Tom Wolf tarzıyla aktarıyor.

Lewis kitabında sorgulayıcı ve mizahi bir tarzla krizde kimin ne yaptığını irdeliyor. Krizi kim öngördü? Gayrimenkul fiyatlarındaki balonu kim anladı? Doğru adım atan kahramanlar kimlerdi? vs. Fortune dergisi, kitabın yeni bir 'Yalancının Pokeri' olduğunu yazıyor. The Weekly Standard'tan Mark Gerson ise bir hayli iddialı; Lewis'in yazdığı en iyi kitap ol-

duğunu söyledikten sonra, belki de şimdiye dek yazılan en iyi iş dünyası kitabı olduğunu vurguluyor. Felix Salmon Reuters ajansının web sitesindeki blog'unda kitabın anlaşıldığı anlamda sadece krizin öyküsü olmadığını, Wall Street'in ve küresel bankacılığın sıradan simalarından oluşan eşsiz karakterlerle dolu insan hikayelerinin yer aldığını ve bir anlamda tümünün Michael Lewis masalları olarak adlandırılabileceğini yazdı. Kuşkusuz, Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddie Mac ve borsanın çöküşü; Detroit'in iflası, New York FED ve Hazine'dekilerin heyecanlı gecelemeleri ve tüm finansal sistemin çöküşün eşliğine gelişi bu kitaptaki öykülerin başlıcaları...

Amazon.com'daki bir okuyucunun tabiriyle "eğlendirirken bilgilendiren" bu kitapta Lewis, şimdiye dek yapılan en büyük finansal işlemi de anlatıyor: 11 milyon doların bir yılda yüzde 33 bin yıllık getiri ile 3.7 milyar dolara çıkmasını Amazon.com'daki bir başka okuyucunun dediği gibi, "Lewis 20 yıl önceki Wall Street'i Yalancının Pokeri'nde yazmıştı. Bu kitap, o zamanki, maaş-bonus ve kar-zarar rakamlarının komik kaldığı Yalancının Pokeri'nin karesi..."

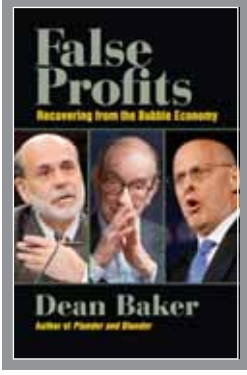


The Big Short: Inside the Doomsday Machine

Michael Lewis

W. W. Norton & Company,
Mart 2010, 266 sayfa

Köpük ekonomisinin üç kahramanı



False Profits: Recovering from the Bubble Economy

Dean Baker

Polipoint Press,

Ocak 2010, 174 sayfa

Ekonomik çöküşün nedenleri, hükümetin yetersiz önlemlerinin incelendiği ve ekonominin yeniden kurulması, finansal sistemde reform yapılması için derinlikli bir program önerisinin yer aldığı bir çalışma... 'Yanlış Karlar: Köpük Ekonomisinden Kurtuluş' (False Profits: Recovering from the Bubble Economy), ABD'nin saygın ekonomistlerinden Dean Baker'ın finansal kriz hakkındaki kitabı.

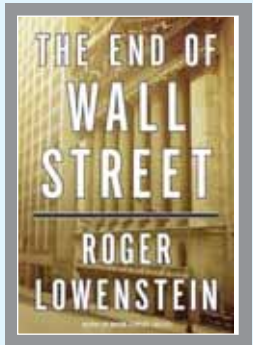
Center for Economic and Policy Research adlı düşünce kuruluşunun eş başkanı olan Baker, son 10 yılda köpük ekonomisi üzerine çeşitli kitaplar ve makaleler yazdı. Hisse senedi ve konut alanındaki köpükleri ilk tanımlayan ve bunların çökeceği uyarısında bulunan ilk ekonomistlerden biri olmanın yanı sıra, American Prospect adlı blog'unda konuyla ilgili yazılarını ve uyarılarını sürdürdü. Köpük ekonomisiyle ilgili kitabı Plunder and Blunder: The Rise and Fall of the Bubble Economy'nin (2008) dışında The United States Since 1980 (2007), The Conservative Nanny State: How the Wealthy Use the Government to Stay Rich and Get Richer (2006) adlı kitapları yakın zamanda yayınlananlar. Ayrıca, Atlantic

Monthly, Washington Post, Financial Times, Guardian gibi yayınlarda yazılar yazıyor. Baker, ABD'de gerçekleri çarpıcı bir biçimde anlatmasından dolayı "gazetecilerin ekonomisti" olarak biliniyor.

Son kitabı Yanlış Karlar'ın kapağında Amerikan ekonomisinin üç 'peygamberi' Ben Bernanke, Alan Greenspan ve Henry Paulson'un fotoğrafı yer alıyor. Dean Baker, 2007-08 finansal erimesi ve ardından gelen ekonomik çöküşten bu üçlüyü sorumlu tutuyor ve kitabını da bu mimari üzerine kurmuş. Yasal düzenleyici otoritenin finans endüstrisini denetlemek için çaba göstermemesi mercek altına alınıyor. Ayrıca sekiz trilyon dolara çıkan ve yılda 1.4 trilyon dolarlık bir taleple büyüyen konut servetinin, 2000 sonrasındaki öyküsü ve ekonomik çöküşe nasıl zemin hazırladığı analiz ediliyor.

Kitabın "Finans Sisteminde Reform" başlıklı bölümünde Baker, "serbest" piyasanın çalışması ilkesinden ayrılmadan, yasal düzenlemelerin ve yasal organların nasıl olacağı ve finans endüstrisini denetleyecek kamu yetkililerinin güçlerini nasıl kullanacakları konusunda ilginç fikirler yürütüyor.

'En güvenilir' finans gazetecisinden



The End of Wall Street

Roger Lowenstein

Penguin Press,

Nisan 2010, 368 sayfa

Finansal kriz üzerine kitaplardan bir başkası daha... Bu kez ABD'nin "en güvenilir ekonomi gazetecisi" olarak nitelendirilen Roger Lowenstein'dan... 'Wall Street'in Sonu' (The End of Wall Street) finansal krizin nedenlerini ve sonuçlarını incelerken, sahne arkasındaki verimli detaylar ve derinlemesine analizlerle lezzetlendirilmiş bir çalışma... Amazon.com'un en çok satanlar listesinde 35. sırada yer alan kitapta mortgage balonunun kökenlerine, Wall Street'teki çöküşe ve hükümetin krize şaşırtıcı yanıtına şahit oluyoruz. Wall Street'in büyükleri, FED ve Hazine'ye odaklanan kitap, Wall Street'in olduğu kadar ABD'nin de içsel hesaplaşması denilebilir.

Lowenstein, finansal sorunların aslında 2008 yazında şiddetlendiğini anlatırken, Fannie Mae'nin öyküsüyle birlikte, mortgage sistemine dayalı menkul kıymetler sisteminin yükselişini ve konut balonunun oluşturduğu tehlikeyi de kaleme alıyor. Washington Mutual'ın yanlış kredi stratejileri, Bear Stearns'in batışıyla oluşan panik ve Citigroup'un

sıkıntıları, Ben Bernanke'ye oluşan güven kaybı ve Alan Greenspan'ın 2008 yılında Kongre'deki şaşırtıcı ifadesi kitabın ana konuları arasında... Örneğin; Lowenstein, Washington'un "dünyanın en büyük mortgage piyasası için bir ulusal koruma ağı oluşturması" gerektiğini, bu konuda Wall Street ve ekonomi yönetimindeki tüm karar vericilerin görüş birliği içinde olduğunu vurguluyor ve ekliyor: "Bu adım hiçbir zaman atılmadı."

Kitap Büyük Bunalım'dan bu yana ABD'deki en büyük finansal çöküşü en ince ayrıntısına kadar aktarıyor. Roger Lowenstein, 1989-91 arasındaki iki yılı "Heard on the Street" sütununun yazarlığı olmak üzere Wall Street Journal'da yıllarca çalışmış bir finans gazetecisi... Halen, Bloomberg'de yazarlık yapıyor ve Smart Money, The New York Times gibi yayınlara da yazıyor. Gazetecilikten önce avukatlık yapıyordu. Babası Louis Lowenstein da, Columbia Üniversitesi'nde hukuk profesörü ve finans endüstrisini eleştiren çeşitli kitap ve makalelerin yazarı.

UCITS Pazarında Trendler

Net satışlar

EFAMA (Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği) 2009 4.çeyrek verilerine göre, 2009 yılı içerisinde UCITS fonlarında toplam net para girişi 123 milyar Euro seviyesine ulaşmıştır. UCITS fonlarında 2008 yılı toplamında 356 milyar Euro çıkış olmuştur.

2009 yılında çeyrek dönemler itibarıyla sırasıyla 22, 30, 70 ve 1 milyar Euro net para girişi olmuştur. Son dönemdeki 1 milyar Euro'luk para girişi aynı dönemde para piyasası fonlarından 61 milyar Euroluk para çıkışı olmasından kaynaklanmaktadır. Para piyasası fonlarındaki para çıkışı Eylül 2009'dan bu yana devam etmektedir.

Bu dönemde 16 üye ülke net para girişi açıklamıştır. Açıklanan verilerine göre, 2009 yılının son çeyreğinde en fazla net para girişi Lüksemburg (13,6 milyar Euro), İngiltere (7,4 milyar Euro) ve İsveç (5,2 milyar Euro)'te görülmüştür. Aynı dö-

Net Satışlar (2009)					
UCITS fonları	Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	Toplam
Hisse Senedi	-4	23	26	21	66
Dengeli	-10	17	19	19	45
Bono	-4	20	34	23	73
Para Piyasası	52	-25	-9	-61	-43
Diğer	-12	-5	0	-1	-18
Toplam	22	30	70	1	123

nemde Fransa'da ise 27,7 milyar Euroluk para çıkışı görülmüştür. 2009 yılı tamamında ise %54 ile Lüksemburg ve %27 ile İngiltere en çok para girişi olan ülkeler olurken %10 ile İspanya en çok para çıkışı olan ülke olmuştur.

2009 yılının son çeyreğinde en fazla net para girişi bono fonlarında görülmüştür. Buna göre Bono, Hisse ve Dengeli fonlarda sırasıyla 23, 21 ve 19 milyar Euroluk girişler gerçekleşmiştir. Diğer yandan para piyasası fonlarında 2.çeyrek dönemde başlayan çıkış artarak devam etmiş ve son çeyrekte 61 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir.

UCITS Varlıklarının Kategorilerine göre Dağılımı

2009 yılının dördüncü çeyreğinde hisse senedi fonları net aktif değeri bir önceki çeyrekte olduğu gibi güçlü bir yükselişle %7 oranında artarak 98 milyar Euro'ya ulaşmıştır. Hisse senedi fonlarını, dengeli ve bono fonlar takip etmiş, net aktif değerleri sırasıyla %4 ve %3 oranında yükselmiştir. Aynı dönemde para piyasaları fonlarının varlıkları ise %5 oranında gerilemiştir. 2009 yılı son çeyreğinde fon piyasalarının gelişimine bakıldığında, net varlıklarında %10'un üzerinde artış gösteren ülkeler sırasıyla İngiltere (%40), Almanya (%19), Lüksemburg (%19), İrlanda (%15) ve Fransa (%10)'dır.

Avrupa Fon Endüstrisi Net Varlık Değerleri

Avrupa'da yatırım fonları büyüklüğü 2009 yılı dördüncü çeyrek istatistiklerine göre, Avrupa'da yatırım fonları büyüklüğü %2,9 artışla 7,04 trilyon Euro'ya yükseldi. Buna göre, net aktif

UCITS Varlıklarının Kategorilere Göre Dağılımı⁽¹⁾

UCITS türleri	31/12/2009		30/09/2009 göre değişim		31/12/2008 göre değişim	
	EUR m	Pay	% değişim ⁽²⁾	EUR m	% değişim ⁽³⁾	EUR m
Hisse	1.573	34%	6.6%	98	36.5%	420
Dengeli	762	16%	4.4%	32	19.9%	126
Toplam Hisse ve Dengeli	2.335	50%	5.9%	130	30.6%	547
Tahvil	1.064	23%	3.1%	32	17.3%	157
Para Piyasası	977	21%	-5.5%	-57	-4.5%	-46
Fonların Fonu ⁽⁴⁾	63	1%	2.9%	2	-2.0%	-1
Diğer	196	4%	4.1%	8	6.4%	12
Tüm fonlar	4.635	100%	2.5%	115	16.8%	668
(İrlanda ve Hollanda dahil)	5.299	-	2.8%	145	16.7%	757

(1) İrlanda ve Hollanda verisi bulunmamaktadır (2) Eylül 2009 sonu - Aralık 2009 sonu (3) 2008 sonu - Aralık 2009 sonu

(4) Fransa, Lüksemburg, İtalya ve Almanya'da bulunan fon sepeti hariç (5) Toplam UCITS varlıkları paylarla bağlantılı olarak hesaplanmıştır

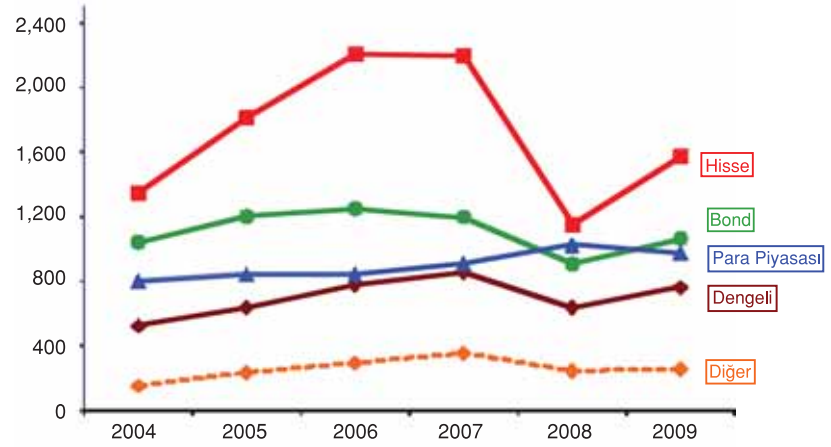
değer UCITS'lerde %2,8 ile 5,30 trilyon Euro, Non-UCITS'lerde ise %3,3 ile 1,74 trilyon Euro oldu.

2009 yılı içerisinde toplam net aktif değer UCITS fonlarda %16,7, non-UCITS fonlarda ise %12,5 seviyesinde artarken Avrupa'da yatırım fonları büyüklüğü de %15,6 seviyesinde artış gösterdi.

2009 yılı son çeyreğinde UCITS'lerin toplam yatırımlar içerisindeki payı 5,3 trilyon Euro ile %75 seviyesinde gerçekleşti.

2009 yılı ortalama %41'lik değer artışı ile özellikle İskandinavya ülkeleri için iyi bir yıl oldu.

UCITS lerde Son Trendler
(Milyar Euro)



Avrupa Fon Endüstrisinin Ülkeler Bazında Net Varlık Değerleri Tablosu

Üye Ülkeler	30/12/2009		30/09/2009		31/12/2008	
	EUR m	Pay	EUR m	% değişim ⁽¹⁾	EUR m	% değişim ⁽²⁾
Avusturya	138.603	2.0%	137.342	0.9%	127.729	8.5%
Belçika	92.523	1.3%	92.67	-0.2%	9.884	0.7%
Bulgaristan	180	0.0%	172	4.4%	164	9.4%
Çek Cumhuriyeti	4.426	0.1%	4.506	-1.8%	4.49	-1.4%
Danimarka	109.608	1.6%	105.308	4.1%	97.861	12.0%
Finlandiya	54.251	0.8%	51.729	4.9%	41.338	31.2%
Fransa	1,426,395	20.3%	1,430,238	-0.3%	1,294,865	10.2%
Almanya	1,017,356	14.5%	995,217	2.2%	904,899	12.4%
Yunanistan	10,338	0.1%	10,923	-5.4%	10,424	-0.8%
Macaristan	11,088	0.2%	10,304	7.6%	9,537	16.3%
İrlanda	748,629	10.6%	702,552	6.6%	647,054	15.7%
İtalya	249,952	3.6%	249,85	0.0%	252,563	-1.0%
Lihtenştayn	22,375	0.3%	23,066	-3.0%	17,8	25.7%
Lüksemburg	1,840,993	26.2%	1,773,834	3.8%	1,559,653	18.0%
Hollanda	79,000	1.1%	76,500	3.3%	67,500	17.0%
Norveç	49,403	0.7%	43,865	12.6%	29,517	67.4%
Polonya	22,349	0.3%	20,552	8.7%	17,864	25.1%
Portekiz	28,477	0.4%	27,448	3.7%	25,058	13.6%
Romanya	2,586	0.0%	2,248	15.0%	1,701	52.0%
Slovakya	3,418	0.0%	3,263	4.8%	3,328	2.7%
Slovenya	2,195	0.0%	2,186	0.4%	1,881	16.7%
İspanya	194,52	2.8%	195,686	-0.6%	203,498	-4.4%
İsveç	126,402	1.8%	113,417	11.4%	86,604	46.0%
İsviçre	157,247	2.2%	156,457	0.5%	134,805	16.6%
Türkiye	15,912	0.2	16,029	-0.7%	13,547	17.5%
İngiltere	631,000	9.0%	593,209	6.4%	442,157	42.7%
Tüm fonlar	7,039,226	100.0%	6,838,572	2.9%	6,087,723	15.6%
UCITS varlıkları	5,298,768	75.3%	5,154,340	2.8%	4,542,094	16.7%
Non varlıkları	1,740,459	24.7%	1,684,231	3.3%	1,545,629	12.6%

(1) Eylül 2009 sonu-Aralık 2009 sonu (2) 2008 sonu-Aralık 2009 sonu

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
	29 Ocak 10	581.33	0.60	-0.45	4.34	4.56
	26 Şubat 10	540.89	-0.88	-4.44	-6.01	-2.71
	31 Mart 10	591.96	0.47	2.63	8.82	6.47
B Tipi	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	1080.31	0.02	0.07	0.16	6.13
	29 Ocak 10	1083.35	0.01	0.04	0.30	0.28
	26 Şubat 10	1085.10	0.01	0.03	0.19	0.44
	31 Mart 10	1087.65	0.01	0.07	0.22	0.68

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
	29 Ocak 10	541.70	0.02	0.13	0.61	0.59
	26 Şubat 10	544.49	0.02	0.13	0.56	1.10
	31 Mart 10	547.78	0.02	0.13	0.55	1.71
91 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	715.14	0.08	0.23	0.63	12.86
	29 Ocak 10	719.65	0.02	0.14	0.71	0.63
	26 Şubat 10	724.01	0.02	0.14	0.65	1.24
	31 Mart 10	728.47	0.01	0.13	0.57	1.86
182 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	908.46	0.24	0.39	0.72	15.72
	29 Ocak 10	914.07	0.06	0.18	0.85	0.62
	26 Şubat 10	920.01	0.02	0.15	0.74	1.27
	31 Mart 10	926.25	-0.01	0.14	0.62	1.96
365 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	887.89	0.70	0.97	0.82	20.87
	29 Ocak 10	895.90	0.12	0.30	1.61	0.90
	26 Şubat 10	901.85	-0.01	0.04	0.83	1.57
	31 Mart 10	910.26	0.01	0.38	0.83	2.52
547 GÜN	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	200.31	0.95	1.26	0.87	24.80
	29 Ocak 10	202.61	0.18	0.28	2.11	1.15
	26 Şubat 10	203.98	-0.03	0.10	0.89	1.83
	31 Mart 10	206.10	0.02	0.42	0.93	2.89
TÜM	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	818.36	0.63	0.80	0.61	19.85
	29 Ocak 10	826.45	0.11	0.21	1.62	0.99
	26 Şubat 10	830.99	-0.01	0.10	0.68	1.54
	31 Mart 10	838.63	0.02	0.36	0.86	2.48

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
	29 Ocak 10	131.23	0.01	0.04	-0.05	-0.05
	26 Şubat 10	131.43	0.01	0.04	0.17	0.10
	31 Mart 10	131.66	0.01	0.04	0.17	0.27
USD - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	118.29	-1.22	-1.29	-0.87	0.01
	29 Ocak 10	117.86	-0.12	0.47	-1.58	-0.36
	26 Şubat 10	122.24	-0.25	1.27	3.59	3.34
	31 Mart 10	120.81	-0.37	-1.21	-1.12	2.13

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
	29 Ocak 10	222.55	0.09	-0.70	0.09	-0.13
	26 Şubat 10	223.20	0.54	-0.01	-0.15	0.17
	31 Mart 10	226.61	0.07	-0.08	0.99	1.70
USD - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	202.18	-1.01	-0.85	-1.13	19.19
	29 Ocak 10	201.32	-0.03	-0.26	-1.43	-0.43
	26 Şubat 10	209.13	0.29	1.22	3.30	3.44
	31 Mart 10	209.47	-0.31	-1.33	-0.31	3.61
EUR	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	176.65	-0.11	-0.16	0.71	19.29
	29 Ocak 10	176.81	-0.17	-0.53	-0.02	0.09
	26 Şubat 10	178.51	0.07	0.50	0.62	1.05
	31 Mart 10	178.51	-0.10	-0.23	0.02	1.05
EUR - TL	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	220.26	-0.93	-1.34	-4.65	19.74
	29 Ocak 10	213.18	-0.66	-1.33	-4.12	-3.21
	26 Şubat 10	216.67	0.49	2.36	0.50	-1.63
	31 Mart 10	211.94	-0.67	-0.81	-2.23	-3.78

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
	29 Ocak 10	292.03	0.01	0.10	0.43	0.42
	26 Şubat 10	293.19	0.01	0.10	0.43	0.82
	31 Mart 10	294.56	0.01	0.10	0.42	1.29
BRÜT	31 Aralık 2008 - 31 Aralık 2009	374.95	0.02	0.13	0.55	9.67
	29 Ocak 10	376.95	0.02	0.13	0.55	0.53
	26 Şubat 10	378.87	0.02	0.13	0.55	1.05
	31 Mart 10	381.13	0.02	0.13	0.54	1.65

Yatırım Fonlarında İlk Çeyrek

Genel Değişim

İMKB 100 Endeksi 2010 yılının ilk çeyreğinde nette %8,13, reel olarak da %4,05 oranında getiri elde etmiştir. FM A Tipi Endeksi, nette %5,10, reel olarak %1,13 oranında, FM B Tipi Endeksi, nette %0,58 getiri elde ederken, reel olarak %-3,21 oranında değer kaybetmiştir. Tüm endeksler dönemi pozitif getiri ile kapatırken, FM B Tipi endeksi reel olarak dönemi eksi getiri ile kapatmıştır.

	4 Ocak 2010	1 Nisan 2010	Değişim	Reel Artış
FM A Tipi	1427.17	1499.95	5.10%	1.13%
FM B Tipi	1559.26	1568.38	0.58%	-3.21%
İMKB 100	53368.16	57708.21	8.13%	4.05%

Fonlardaki Büyüme

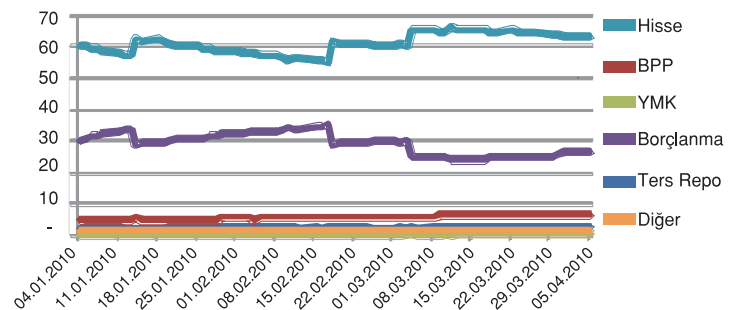
2010 yılının ilk döneminde, A Tipi fonların portföy değeri %7 oranında, yatırımcı sayısı da %3,39 oranında artış göstermiştir. B Tipi fonların ise, yatırımcı sayıları %5,86 oranında artarken, portföy değerleri %-1 oranında azalmıştır. Ayrıca fon türleri ve tiplerinin genel itibarıyla bağlı oldukları A Tipi ve B Tipi fon endekslerindeki değişimlerinden arındırdığımız, Fon Endekslerine Göre Değişim sütununda ise, A Tipi fonların %1,46 oranında arttığını, B Tipi fonların ise %-1,77 oranında azaldığını, tüm piyasanın da toplamda %-0,30 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	202.21	223.11	10	15,241	16,591	8.85	5.23%	0.69	0.77
ATipi	Endeks Fon	240.28	230.12	-4	15,830	15,314	-3.25	-9.33%	0.82	0.79
ATipi	Fon Sepeti	4.22	4.38	4	29	27	-6.89	-1.40%	0.01	0.01
ATipi	Hisse Fon	127.2	143.2	13	11,962	12,597	5.3	7.47%	0.43	0.49
ATipi	İştirak Fon	97.79	111.08	14	3,069	3,317	8.08	8.48%	0.33	0.38
ATipi	Karma Fon	287.22	309.91	8	150,336	155,284	3.29	2.79%	0.98	1.07
ATipi	Sektör Fonu	0.21	0.42	96	71	88	23.94	91.24%	0	0
ATipi	Yab. Menk. Kıym. Fonu	0.95	0.89	-7	446	434	-2.69	-11.81%	0	0
A Tipi Toplamı		960.09	1,023.09	7	196,984	203,652	3.39	1.46%	3.29	3.54
B Tipi	Değişken Fon	2,221.18	2,184.84	-2	150,966	180,705	19.69	-2.21%	7.6	7.55
B Tipi	Endeks Fon	133.14	135.65	2	1	1	0	1.30%	0.45	0.46
B Tipi	Fon Sepeti	13.19	10.56	-20	202	181	-10.39	-20.50%	0.04	0.03
B Tipi	Karma Fon	5.71	4.4	-23	802	776	-3.24	-23.48%	0.01	0.01
B Tipi	Kıym. Maden Fonları	236.21	245.35	4	22,191	22,925	3.3	3.28%	0.8	0.84
B Tipi	Likit Fon	23,028.39	22,705.70	-1	2,677,218	2,800,085	4.58	-1.98%	78.84	78.46
B Tipi	Tahvil ve Bono Fonu	2,571.82	2,547.41	-1	84,784	102,623	21.04	-1.52%	8.8	8.8
B Tipi	Yab. Menk. Kıym. Fonu	36.82	78.59	113	5,169	6,533	26.38	112.83%	0.12	0.27
B Tipi Toplamı		28,246.46	27,912.50	-1	2,941,333	3,113,829	5.86	-1.77%	96.71	96.46
Tüm Piyasa		29,206.55	28,935.59	-1	3,138,317	3,317,481	5.71	-0.30%		

*Milyon TL(Karşılaştırmalar 4 Ocak 2010 / 1 Nisan 2010 verileri ile)
*KBSS(Katılma Belgesi Sahibi Sayısı / Yatırımcı Hesap Sayısı)

Portföylerin Varlık Dağılımları

2010'un ilk çeyreğinde, tüm yatırım fonlarının varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Repo %61, Kamu Borçlanma %29, Hisse %3, BPP %6, Diğer %1 seviyelerinde seyretmektedir.



Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Tipleri	01.04.2009	01.04.2010	Değişim	Reel artış Tüfe'ye	Reel artış Fon Endekslerine Göre
A TİPİ	550	1,023	86.10%	69.86%	8.30%
B TİPİ	27,853	27,913	0.21%	-8.53%	-3.93%
TOPLAM	28,403	28,936	1.88%	-7.01%	

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 %86,10, B Tipi fonların %0,21, tüm pazarın ise %1,88 gibi bir oranda büyüdüğünü görmekteyiz.

Fon Endeksleri ve Enflasyon

Endeksler	01.04.2009	01.04.2010	Değişim	Reel artış Tüfe'ye Göre
A TİPİ	872.86	1,499.95	71.84%	56.85%
B TİPİ	1,503.53	1,568.38	4.31%	-4.79%
İMKB	25,943.57	57,708.21	122.44%	103.03%

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yukarıdaki tabloya göre İMKB endeksi %122,44, reel olarak da %103,03 oranında değer artışı yaşamıştır.

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	202.21	21%	1%	223.11	22%	1%	10%	15,241	8%	0%	16,591	8%	1%	9%	1%	1%	9%
ATipi	Endeks Fon	240.28	25%	1%	230.12	22%	1%	-4%	15,830	8%	1%	15,314	8%	0%	-3%	7%	7%	-12%
ATipi	Fon Sepeti	4.22	0%	0%	4.38	0%	0%	4%	29	0%	0%	27	0%	0%	-7%	7%	7%	-2%
ATipi	Hisse Fon	127.2	13%	0%	143.2	14%	0%	13%	11,962	6%	0%	12,597	6%	0%	5%	8%	7%	-10%
ATipi	İştirak Fon	97.79	10%	0%	111.08	11%	0%	14%	3,069	2%	0%	3,317	2%	0%	8%	15%	15%	4%
ATipi	Karma Fon	287.22	30%	1%	309.91	30%	1%	8%	150,336	76%	5%	155,284	76%	5%	3%	37%	38%	4%
ATipi	Sektör Fonu	0.21	0%	0%	0.42	0%	0%	96%	71	0%	0%	88	0%	0%	24%	5%	8%	75%
ATipi	Yab.Menk.Kıy.	0.95	0%	0%	0.89	0%	0%	-7%	446	0%	0%	434	0%	0%	-3%	5%	5%	-10%
Tüm A Tipleri		960	-	3%	1,023	-	4%	7%	196,984	-	6%	203,652	-	6%	3%	2.25%	2.22%	-2%
B Tipi	Değişken Fon	2,221.18	8%	8%	2,184.84	8%	8%	-2%	150,966	5%	5%	180,705	6%	5%	20%	17%	17%	-1%
B Tipi	Endeks Fon	133.14	0%	0%	135.65	0%	0%	2%	1	0%	0%	1	0%	0%	0%	0%	0%	-4%
B Tipi	Fon Sepeti	13.19	0%	0%	10.56	0%	0%	-20%	202	0%	0%	181	0%	0%	-10%	2%	1%	-21%
B Tipi	Karma Fon	5.71	0%	0%	4.4	0%	0%	-23%	802	0%	0%	776	0%	0%	-3%	61%	47%	-23%
B Tipi	Kıy.Mad.Fonları	236.21	1%	1%	245.35	1%	1%	4%	22,191	1%	1%	22,925	1%	1%	3%	12%	11%	-4%
B Tipi	Likit Fon	23,028.39	82%	79%	22,705.70	81%	78%	-1%	2,677,218	91%	85%	2,800,085	90%	84%	5%	11%	12%	4%
B Tipi	Tahvil ve Bono	2,571.82	9%	9%	2,547.41	9%	9%	-1%	84,784	3%	3%	102,623	3%	3%	21%	17%	17%	2%
B Tipi	Yab. Menk. Kıy.	36.82	0%	0%	78.59	0%	0%	113%	5,169	0%	0%	6,533	0%	0%	26%	31%	11%	-65%
Tüm B Tipleri		28,246.46		97%	27,912.50		96%	-1%	2,941,333		94%	3,113,829		94%	6%	13%	13%	0%
Tüm Piyasa		29,206.55			28,935.59			-1%	3,138,317			3,317,481			6%	10%	10%	1%

*Milyon TL (Karşılaştırmalar 4 Ocak 2010 / 1 Nisan 2010 verileri ile)
 *KBSS (Katılma Belgesi Sahibi Sayısı / Yatırımcı Hesap Sayısı)
 Doluluk Oranı (Dolaşımdaki Pay Sayısı / Fon Sermayesi)

2010 yılının ilk çeyreğinde fonların tür bazında dağılımlarını gösterdiğimiz üstteki tabloda, A Tipi fonların portföy değerleri %7 artarken, B Tipi Fonların portföy değerleri %-1 oranında azalmıştır. Tüm piyasaya baktığımızda %-1 oranında küçülme yaşanmıştır. A Tipi fonların yatırımcı sayıları %3 oranında

artarken, B Tipi fonların yatırımcı sayıları, %6 oranında artmıştır. B Tipi Fonlar tüm piyasanın %94'lük bir kısmını oluştururken, A Tipi fonlar, piyasanın %6'sını oluşturmaktadır. A Tipi yatırım fonlarının doluluk oranları %-2 oranında azalırken, B Tipi yatırım fonlarının doluluk oranlarında bir değişiklik yaşanmamıştır.

Fon Endeksleri ve Değişimler

Fon endeksleri ile enflasyonu karşılaştırdığımız yandaki tabloda, son bir yılda tüm endekslerin pozitif getiri elde ettiğini görebiliyoruz.

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

Endeks	Fon Sayısı	01.04.2009 Değeri	01.04.2010 Değeri	%Değişim	Rel artış Tüfe'ye göre
A Tipi Fonlar Endeksi	50	872.86	1,499.95	71.84	65.49
B Tipi Fonlar Endeksi	50	1,503.53	1,568.38	4.31	3.85
Likit Fon Endeksi	15	1,487.87	1,539.00	3.44	3.05
Endeks Fon Endeksi	10	240.76	481.14	99.85	91.05
Hisse Fon Endeksi	10	613.02	1,154.07	88.26	80.47
Karma Fon Endeksi	15	1,303.54	1,805.58	38.51	35.07
İştirak Fon Endeksi	1	790.94	1,649.48	108.55	98.99
Sektör Fonu Endeksi	1	633.2	1,292.57	104.13	94.96
Yab. Menk. Kıym. Fon Endeksi	6	378.92	379.31	0.1	0.01
Değişken Fon Endeksi	25	1,553.80	1,736.24	11.74	10.63
Tahvil ve Bono Fonu Endeksi	15	1,644.60	1,828.02	11.15	10.09
FM 30 Endeksi	30	1,375.65	1,455.37	5.8	5.2
FM 50 Endeksi	50	1,353.13	1,441.75	6.55	5.89
Fon Sepeti Endeksi	3	113.76	155.22	36.45	33.18

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 İlk 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	877.84	1,003.32	14.29%	24,759	26,939	8.81%	5.49%	9.64	10.3
Diğer Fonlar	1,451.35	1,623.31	11.85%	47,452	51,506	8.55%	3.30%	15.93	16.67
Gelir Amaçlı Fonlar	5,547.15	5,895.42	6.28%	198,366	207,469	4.59%	1.69%	60.92	60.57
İhtisaslaşmış Fonlar	34.33	37.52	9.29%	931	962	3.32%	5.97%	0.37	0.38
Para Piyasası Fonları	1,194.59	1,173.08	-1.80%	49,503	48,141	-2.75%	0.95%	13.11	12.05
Tüm Piyasa	9,105.27	9,732.65	6.89%	321,011	335,018	4.36%	2.53%		

*Milyon TL (Karşılaştırmalar 4 Ocak 2010 / 1 Nisan 2010 verileri ile)

Emeklilik fonlarının 2010 yılı ilk çeyreğinde, portföy değerlerinin %6,89 artışının yanı sıra pay sayılarının da %4,36 oranında arttığını görebiliyoruz. Genel olarak emeklilik fonları piyasası %2,53 oranında büyümüştür.

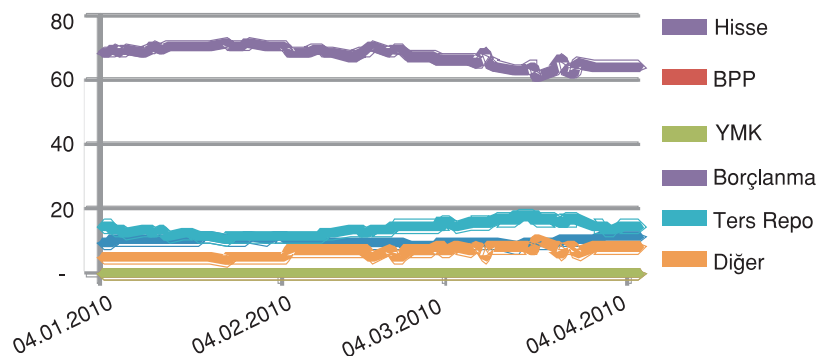
Fonlardaki Büyüme ve Enflasyon

Fon Türleri	01.04.2009	01.04.2010	Değişim	Reel artış Tüfeye göre
Büyüme Amaçlı Fonlar	478.68	1,003.32	109.60%	91.31%
Diğer Fonlar	968.13	1,623.31	67.68%	53.04%
Gelir Amaçlı Fonlar	4,255.74	5,895.42	38.53%	26.44%
İhtisaslaşmış Fonlar	16.9	37.52	121.96%	102.59%
Para Piyasası Fonları	1,162.72	1,173.08	0.89%	-7.91%
TOPLAM	6,882.17	9,732.65	41.42%	29.08%

Portföy değerlerini karşılaştırmak için yandaki tabloda da görebileceğiniz gibi bir yıllık değişimleri enflasyondan arındırıyoruz. Bir yıllık sürede emeklilik fon piyasasının, %41,42 büyüdüğünü, bu büyümeden enflasyonu çıkarttığımızda, emeklilik fonlarının net olarak %29,08 oranında büyüdüğünü söyleyebiliriz.

Portföylerin Varlık Dağılımları

2010 yılının ilk çeyreğinde tüm fonların varlık dağılımları grafiğini yanda görebilirsiniz. Dönem dönem ufak değişiklikler olsa da Kamu Borçlanma %69, Repo %14, Hisse %10, Diğer %7 seviyelerinde seyretmektedir.



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

TKYD General Assembly Meeting



Turkish Institutional Investment Managers' Association (TKYD) held its 11th Ordinary General Assembly meeting on February 16, 2010, which also elected the members of the new Board of Directors and Board of Auditors.

In the first meeting of the new Board of Directors held after the General Assembly meeting, Garanti Asset Management General Manager Mr. Gür Çağdaş was reelected as the Chairman of TKYD's Board of Directors. Ms. Didem Gordon was reelected as Deputy Chairman and Oyak Securities Assistant General Manager Mr. Tayfun Oral was reelected as General Secretary.

9

TKYD Survey: Qualities Sought by Institutional Investors in Public Offerings

In the fifth of the Corporate Survey Series which we started with the aim of keeping the pulse of the capital markets, we have featured the subject of Qualities Sought by the Institutional Investors in Public Offerings in order to ensure enforcement of regulations that will enable domestic institutional investors play a more active role in a period of increased appetite for public offerings.

According to the results of the survey with 12 questions which were answered by 26 members of Turkish Institutional Investment Managers' Association, fund managers - above all else - seek transparency in the company that will go public. The survey indicates that energy industry will attract the biggest interest in public offerings.

10

Assessment on the Issues of Borrowing Instruments by Private Sector in Turkey

By **Çağan Erkan, Garanti Asset Management**

Private sector borrowing instruments which played a significant role in transfer of resources to the private sector at the end of 1980s and in the beginning of 1990s in Turkey subsequently lost their significance in our capital markets due to the increased borrowing needs of the public sector, high real interest rates and taxes imposed on such instruments. However, a new chance was born for earning private sector borrowing instruments to the capital markets in the aftermath of 2001 crisis, with the new structural transformation process, fall in inflation, and the eventual equalization in 2006 of the withholding tax rates imposed on bonds issued by private sector and the government. In the period between January 2006 and March 2010, a total of 21 private sector bonds and commercial papers were issued with 5 via public offering and 16 on reservation basis.

24

Warrants

By Albert Krespin,
Deutsche Bank



Capital Markets Board's Communiqué on Brokerage House Warrants (Serial 3, Article 37) helps the growth of the market by setting high standards for becoming an issuer, supporting the increase of product variety, and enabling express product issues (shelf registration system). Quotation and Primary Dealer Rules of Istanbul Stock Exchange (ISE) have been successfully adapted from international examples to Turkish market.

Referred Communiqué of the Capital Markets Board allows for warrant issues for ISE 30 stocks, special baskets from these stocks and ISE indices.

32

Socially Responsible Investments

By Ertunç Tümen,
Ak Asset Management

Different definitions for responsible investment were discussed in Responsible Investment (RI) Turkey Workshop held at Istanbul Stock Exchange (ISE) in January. The Workshop was organized for ensuring that Turkish investors are included to the RI network conducted with the support of United Nations (UN).

Additional disclosure by companies in Turkey both on the subject of corporate governance and social responsibility will enable a more detailed assessment of these companies by the investors. Basic requirement in this regard is to ensure sharing of more information with the investors on the subject of Environmental, Social and Corporate Governance applications of companies.



Institutional investors should become a considerable player in the process of capital transfer from the owners of the savings to the real sector in order to ensure that RI principles are fully implemented in Turkey and institutional investors have a real say and authority on this matter.

36

Carbon Disclosure Project

By Prof. Dr. Melsa Ararat,
Sabanci University Corporate Governance Forum

CDP which was started in 2002 is one of the world's most respectable climate change projects founded by international investors as it seeks to consider global greenhouse gas emissions as a risk factor and asks the companies to announce how they deal with the climate change risks and opportunities. Institutional investors in Turkey were also invited to be a signatory. A total of four institutional investors have accepted this invitation so far. Subsequently, invitations were sent to the Chairmen, CEOs and Investors Relations Managers of ISE-50 companies to announce their governance strategy for their emissions and climate change risks via CDP. TKYD supports the project.



38

World agenda after crisis



Röportaj Güzin Övünç

Credit Suisse Asset Management Senior Advisor Robert Parker is the first guest of Kurumsal Yatırımcı magazine's new page. Starting from this issue, Kurumsal Yatırımcı will publish an interview with a foreign asset manager. Robert Parker answered our questions on the agenda and the prospects of global asset managers after the financial crisis.

Kurumsal Yatırımcı - Could you please tell us about Credit Suisse Asset Management? What is your global strategy and vision? What is the amount of total assets under management and its distribution?

Robert Parker - The Asset Management business of Credit Suisse has a clear strategy to focus on four areas of our industry :

- multi asset class investment products with investment performance driven by global asset allocation.
- enhanced indexed and indexed products.
- our emerging market businesses.
- our alternatives businesses.

Our alternatives businesses include commodities, hedge funds, private equity, real estate, infrastructure, insurance linked investment and distressed credit. Examples of our emerging markets businesses are our JVs in China and the Middle East and our very successful Brazilian investment operations. Our indexed product range is driven by client demand while our multi asset class division provides a range of investment products covering all asset classes. Our focus on emerging markets is due to our long term view on the growth prospects and opportunities in these markets . Our philosophy and vision is based on identifying longer term investment trends and themes and providing our clients with investment opportunities that fit with these themes in a way which is customised to individual client circumstances and requirements . Assets under management are Sfr 416 bil-

lion, but note this does not include the CS Private Banking division, which is a further Sfr 900 billion , giving a CS Group total in excess of Sfr 1.3 trillion.

Kurumsal Yatırımcı - In terms of your Emerging Markets investment strategy and allocations, how do you evaluate Turkish markets ?

Robert Parker - Although at the end of 2009 , we reduced exposure to emerging markets , we are in the process of rebuilding positions particularly after the correction in January and early February 2010 . Our view over the next 3 -5 years is that economic growth and corporate earnings potential will be far superior in emerging markets relative to developed markets . The progress made by Turkey is particularly positive with a focus on the infrastructure sector and sectors benefiting from the growth of trade between Asia , the Middle East and Europe. Other sectors which are attractive are those which will benefit from the expansion of Turkish consumer spending.

Kurumsal Yatırımcı - How do the asset managers react to the changing environment in the aftermath of the global crisis? Do they look for differentiated products or new markets/asset classes or a completely new asset management style?

Robert Parker - After the global economic and financial crisis , asset managers are focussing on new markets particularly emerging



Robert Parker
Credit Suisse Asset Management
Senior Advisor

markets and frontier markets , on markets which might be illiquid today but where trend improvements can be seen in liquidity such as insurance linked , on market inefficiencies such as in hedge funds and private equity, on asset allocation advice and products in response to client demand and on longer term thematic investment (such as alternative energy , healthcare , the agricultural sector and infrastructure).

Kurumsal Yatırımcı - What will be the role of the investment advisors in terms of changing circumstances, and their relation with investment managers? Will the business of investment products marketing undergo drastic changes in the coming years ?

Robert Parker - The role of investment advisors is now becoming difficult to define since many

of them have diversified into providing asset management products while asset managers are in many cases providing strategic asset allocation advise to clients.

Subject to conflicts on interest being addressed and to complete transparency , this trend will continue.

The marketing of investment products will increasingly become the role of third party distributors and specialist marketing firms with asset managers focussing on their core business of generating investment performance and adding value to their clients.

Kurumsal Yatırımcı - Risk management is given more

and more importance in the financial sector. Could you please tell us the importance and the ways to create risk awareness and a risk management culture in a financial organization?

Robert Parker - Risk management has always been critical and asset allocation at Credit Suisse is driven by risk models.

Risk management also has to concentrate on extreme events, stress testing and skew risk , ie analysing the ratio of upside to downside risk. In addition , non-market risk management is important focussing on such issues as administration risk and counterparty risk.

Kurumsal Yatırımcı - The crisis has damaged the investor confidence to a great extent and now they look for more transparent organizations. How is your observation on changing investor attitudes?

Robert Parker - Investor confidence was damaged in 2008 as evidenced by the switch of investor assets into cash and government bonds. In the second half of 2009 and so far in 2010 , investor confidence in equities and credit products is returning but asset management firms have to be totally transparent on their investment processes and demonstrate first class risk management.

KONFERANS AJANDASI NİSAN- HAZİRAN 2010

<p>Aktive Academy Sermaye Piyasaları Zirvesi Aktive Academy Sermaye Piyasaları Zirvesi Tarih: 14 Nisan 2010 Yer: Conrad Otel Istanbul www.sermayepiyasalarizirvesi.com</p>	<p>European Pensions & Investments Summit 2010 Tarih : 10-12 Mayıs Yer : Montrö, İsviçre http://www.epi-summit.com/</p>	<p>PEI Responsible Investment Forum Tarih : 10 Haziran Yer : Londra http://www.peimedia.com/Product.aspx?clD=&plD=206940</p>
<p>SEE Private Equity 2010 Tarih : 20 Nisan Yer : Hotel Ramada, Istanbul http://www.easteurolink.co.uk/see-private-equity/</p>	<p>IFC's 12th Annual Global Private Equity Conference 'Returning to Growth: Private Equity in Emerging Markets' Tarih : 11-12 Mayıs Yer : The Ritz Carlton, Washington http://www.globalpeconference.com/</p>	<p>2nd International Conference on Governance, Fraud Ethics and Social Responsibility Tarih : 9-14 Haziran Yer : Büyükdada, Istanbul http://www.icongfesr2010.org/</p>
<p>Global Hedge Fund Summit Tarih : 2-4 Mayıs Yer : Bermuda http://www.institutionalinvestor.com/</p>	<p>21st Annual Conference on the Globalisation of Investment Funds Tarih : 16-19 Mayıs Yer : Boston Harbor Hotel, ABD http://www.int-bar.org/conferences/conf317/</p>	<p>Emerging Market Investments Summit 2010 Tarih : 13-15 Haziran Yer : Monte-Carlo, Monaco http://www.emisummit.com/</p>
<p>Ceres Conference 2010 'Roadmap for a Sustainable Future' Tarih : 5-6 Mayıs Yer : Renaissance Boston Waterfront Hotel, ABD http://www.ceres.org</p>	<p>DC Finance's Annual Institutional Investment Conference Tarih : 24 Mayıs Yer : Tel Aviv, İsrail http://www.tvii.com/</p>	<p>Gaim International 2010 Tarih : 14-17 Haziran Yer : Grimaldi Forum, Monaco http://www.icbi-events.com/gaim/</p>
<p>Halka Arz Seferberliği Zirvesi Tarih : 6-7 Mayıs Yer : İMKB Istanbul http://www.halkaarzseferberligi.com</p>	<p>GRI Global Conference on Sustainability and Transparency Tarih : 26-28 Mayıs Yer : Amsterdam http://www.amsterdamgriconference.org/</p>	<p>SuperReturn 2010 Emerging Markets Tarih : 28-30 Haziran Yer : Intercontinental Hotel, Cenevre http://www.icbi-events.com/sremergingmarkets/</p>
		<p>20th Annual Fundforum International Tarih : 28 Haz-1 Temmuz Yer : Grimaldi Forum, Monaco http://www.icbi-events.com/fundforum/</p>